小店经济，大有乾坤

——科技金融系列报告之一：第三方支付

行业深度

◆第三方支付公司现状：C 端二元分立，B 端分散。我国三方支付行业可分为账户侧（C 端）与收单侧（B 端），微信与支付宝作为传统支付行业巨头，在 C 端牢牢把握优势。B 端市场目前除银联一家独大，余下公司受小微企业分布较为分散的影响，规模较小，市场仍然整体上处在分散状态。

◆Square 通过“支付+”战略，构建生态系统。美国纳斯达克上市公司 Square 通过一系列转型举措，打造“支付+”战略，受资本市场高度认可，上市三年，成功实现“三年十倍”：

- ✧ **精准面向垂直市场，解决小微商户痛点**：面对美国小微企业面临的收款难、服务费高昂、服务商分散等问题，Square 推出 Square Reader 等一系列产品，降低小微商户在信用卡刷卡业务方面的经营成本；
- ✧ **通过扩展至大商户提高 GPV 与收入**：Square 通过小商户切入建立知名度，后期精准开发产品与配备专门营销团队，针对大客户提供高质量服务，实现交易“量价齐升”；
- ✧ **低成本、多样化扩张**：Square 推出一系列创新工具，实现对商户、尤其是小微商户的进一步支持，其中包括商户支持与平台开源，使其业务扩展到原来无法触及的客户；
- ✧ **持续国际扩展**：Square 进入澳大利亚、加拿大、日本市场，通过多样方式，实现国际扩张。

◆第三方支付公司将直接受益于“小店经济”发展。我国第三方支付收单机构每单利润远低于美国（Square 利润约 1%，我国仅在 0.1%~0.2%之间）仍然能够成功实现盈利，具有强大的潜力。目前我国第三方支付收单机构科技投入占比较低，为小微商户提供 SaaS 服务仍然处于起步状态，而预计 20E-22E 我国 SaaS 市场仍将实现约 30%的复合增长率，SaaS 市场空间广阔。同时跨境支付及国际市场业务利润较高，仍将有较大发展空间。

◆投资建议：第三方支付在金融支付基础设施建设过程中发挥重要作用，满足了新兴经济发展中日益增长的支付需求，降低了整个社会的交易成本，目前优质的第三方支付企业也逐步从高速发展向高质发展转变，更加健康的支付生态有望藉此建立。我们首次覆盖第三方支付行业，给予“增持”评级。**推荐公司：**有望于 9 月纳入沪港通、管理团队强大、SaaS 业务发展迅速的**移卡，**深耕第三方支付收单业务多年，支付交易量在上市公司中最高的**拉卡拉**，以及第一批拥有跨境支付持牌经营机构，有望受益于行业合规化发展的**汇付天下**。

◆风险分析：政策进一步收紧风险、信用卡套利风险、竞争格局加剧带来的费率进一步下降风险、央行数字货币发行或将导致三方支付机构业绩存在不确定性。

证券代码	公司名称	单位	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
9923.HK	移卡	HKD	39.00	1.90	1.03	1.41	22	37	27	买入
300773.SZ	拉卡拉	RMB	39.57	2.02	1.19	1.41	18	31	26	买入
1806.HK	汇付天下	HKD	3.01	0.21	-0.02	0.17	14	-	17	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 07 月 29 日，汇率按照 2020 年 7 月 29 日人民币对港币汇率 1：1.1078 折算。

第三方支付

增持（首次）

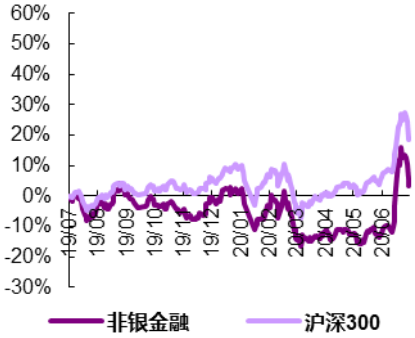
分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-58452066
wangyf@ebscn.com

联系人

杨雨辰
021-52523826
yangyc@ebscn.com

行业与沪深 300 对比图



资料来源：Wind

相关研报

或跃在渊——非银行金融行业 2020 年投资策略
…… 2019-12-13

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资聚焦

研究背景

蚂蚁金服及京东数科的相继上市引发了市场对支付企业的关注，疫情催化下，小微企业的发展再成热点话题。我们认为，第三方支付公司作为与“小店”接触最为紧密的一方，或将在小微企业服务中发挥重要作用。

我们的创新之处

本文全面、系统梳理了中国第三方支付企业发展脉络，并通过对于美国“三年十倍”支付企业 Square 系统性分析，探讨中国第三方支付企业的发展路径。

我们认为，备付金缴存制度开始实施以及支付宝、微信开启的“扫码大战”后，第三方支付公司受到较大冲击，过往纯粹依靠备付金以及支付业务手续费生存的商业模式已经被验证无法持续。疫情催化下，“小店经济”再成风口，第三方支付公司可抓住这一机遇，对内实现 SaaS 转型，对外开拓跨境业务，实现跨越式发展。

投资观点

第三方支付在金融支付基础设施建设过程中发挥重要作用，满足了新兴经济发展中日益增长的支付需求，降低了整个社会的交易成本，目前优质的第三方支付企业也逐步从高速发展向高质发展转变，更加健康的支付生态有望藉此建立。我们首次覆盖第三方支付企业，给予“增持”评级。推荐：

（1） 移卡（9923.HK）：过去三年收入及交易量成长迅速，创始人及管理团队背景强大，9 月有望纳入沪港通，流动性有望得到进一步提升；

（2） 拉卡拉（300773.SZ）：深耕第三方支付收单业务多年，支付交易量为上市第三方支付公司中最高，战略 4.0 转型明确，携手华为深化 SaaS+业务；

（3） 汇付天下（1806.HK）：受疫情影响导致公司 1H 业绩大幅下滑，但公司作为第一批拥有跨境支付持牌经营机构，有望受益于行业合规化发展及 SaaS 变革红利。

目 录

1、 我国第三方支付行业增长迅速.....4
1.1、 银行卡支付占主导，第三方支付增速快.....4
1.2、 我国第三方支付行业发展历程及市场结构.....6
2、 第三方支付市场发展趋势.....12
2.1、 账户侧格局已定.....12
2.2、 收单侧仍有空间，但增长放缓，趋于稳定.....13
3、 SQUARE：小微商户支付切入，增值服务建立护城河.....15
3.1、 SQUARE 发展历史.....16
3.2、 Square 独特商业模式是支撑其股价上涨的动力.....19
4、 我国第三方支付市场能否拥有下一个 Square？.....23
4.1、 信用卡发卡规模与扫码支付规模持续扩张.....24
4.2、 增值服务模式逐渐成熟，SaaS 市场潜力无限.....25
4.3、 跨境支付短期承压，长期大有可为.....27
5、 投资建议.....29
5.1、 移卡：管理团队强大，业务增速较快，有望纳入沪港通.....29
5.2、 拉卡拉：深耕收单市场多年，战略 4.0 方向明确.....37
5.3、 汇付天下：首家三方支付上市公司，收入来源多样化.....44
6、 风险分析.....50

7 月 16 日，商务部联合多部门发布《关于开展小店经济推进行动的通知》，提出“支持电商平台为小店提供批发、广告营销、移动支付、数据分析、软件系统等数字化服务”，大力推进小店经济的发展和繁荣。第三方支付公司作为与“小店”接触最为紧密的一方，又将发挥怎样的作用？

第三方支付一般是指第三方支付机构在付款人与收款人之间提供的银行卡收单、网络支付、预付卡的发行与受理及中国人民银行确定的其他货币资金转移服务。主体是非银金融机构。

市场上关于第三方支付的概念及定义有很多种，大多数人认为第三方支付=支付宝+微信+其他，我们根据实际调研及对于不同支付机构收入来源的拆分，定义本文所讨论的第三方支付机构为账户侧非银行类支付机构（C 端）+收单侧非银行类支付机构（B 端），具体分类及定义如下。

图 1：中国非现金支付市场划分

资料来源：光大证券研究所根据中国支付清算协会、艾瑞咨询等报告数据及调研信息绘制，数据截至 2019 年 12 月 31 日

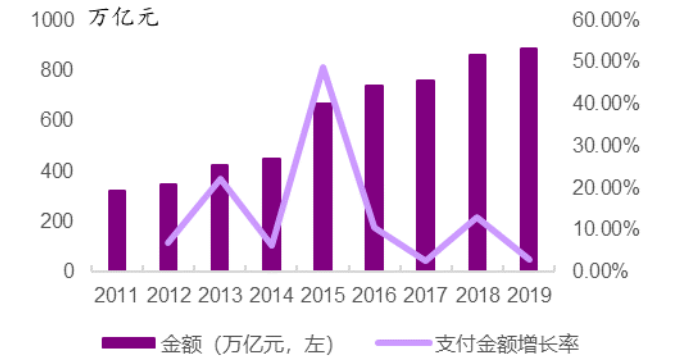
1、我国第三方支付行业增长迅速

1.1、银行卡支付占主导，第三方支付增速快

银行卡支付仍占绝对优势。随着我国银行卡数量的不断增长，银行卡支付金额也呈不断上升的趋势，2019 年，银行卡交易量为 886.39 万亿元，同比增长 2.82%，占非现金支付总额的 70%以上，在非现金支付体系中仍拥有绝对优势。

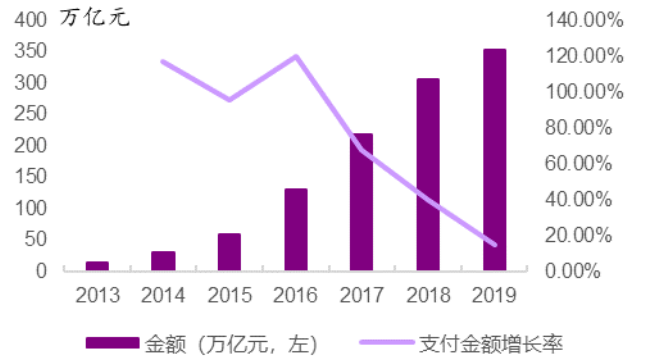
第三方支付增速较快。在我国第三方移动支付行业的监管政策不断改革趋严的形势下，我国第三方移动支付机构的进入资质变得更加规范。加上在长时间移动支付对市场用户不断渗透，我国第三方移动支付的交易规模由 2016 年以前的高速增长状态转为平缓发展态势，但整体增长率依然保持 15%左右。2019 年，第三方支付的交易规模达到 352.6 万亿元，同比增长 15.1%。

图 2：2011-2019 年银行卡支付金额变化



资料来源：中国支付清算协会，光大证券研究所

图 3：2013-2019 年第三方支付金额变化

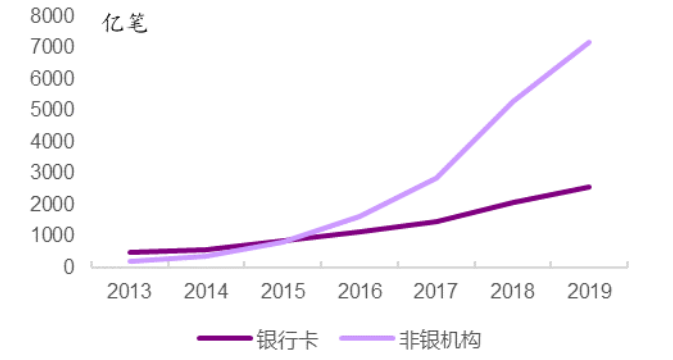


资料来源：中国支付清算协会，光大证券研究所

第三方支付呈现“小额高频”特点。虽然我国第三方支付的支付规模远小于银行，但支付频度大、笔数多，更能反映居民消费行为。

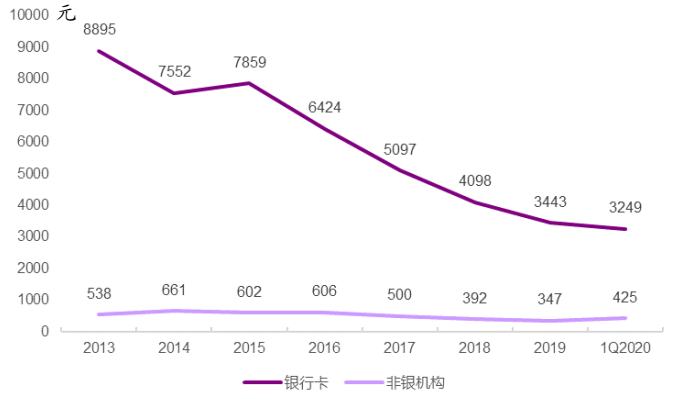
第三方支付中，移动消费类出现明显上升。根据艾瑞咨询的数据，以转账为主的个人应用板块占比最高，但持续下降；移动消费和移动金融占比持续攀升。2020 年第 1 季度，由于疫情对居民消费行为产生较大冲击，导致移动消费板块占比出现明显下降。同时由于一季度科技股行情大好，新发基金募资火爆。居民减少消费行为的同时，将原本可用于消费的资金用途转化为申购基金、理财等财富管理类产品，导致移动金融板块规模和占比均出现明显上涨。

图 4：非银机构支付笔数远大于银行



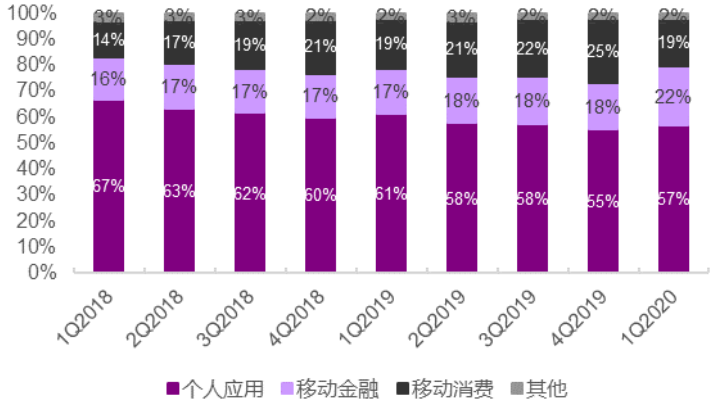
资料来源：中国支付清算协会，光大证券研究所

图 5：非银机构笔均金额远小于银行



资料来源：中国支付清算协会，光大证券研究所

图 6：第三方支付交易结构变化



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

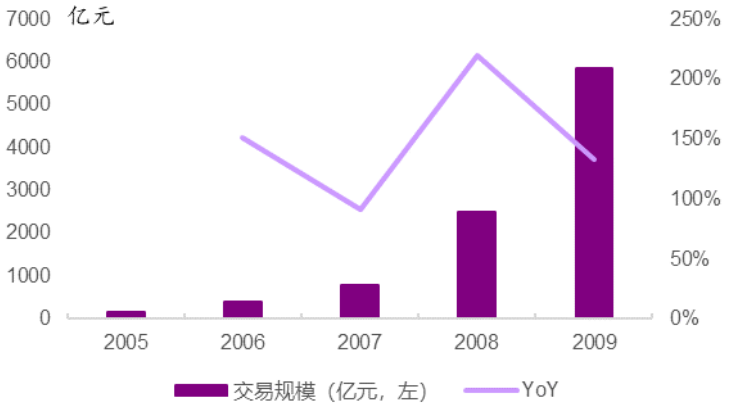
1.2、我国第三方支付行业发展历程及市场结构

1.2.1、从高增长到严监管

我国第三方支付发展早期慢于美国。第三方支付最早源于美国的独立销售组织制度（Independent Sales Organization，ISO），指收单机构和交易处理商委托 ISO 做中小商户的发展、服务和管理工作的一种机制。1996 年，全球第一家第三方支付公司在美国诞生，随后逐渐涌现出 Amazon Payments、Yahoo! PayDirect、PayPal 等一批第三方支付公司。同时期，1999 年成立的北京首信和上海环迅两个企业是中国最早的第三方支付企业，由于 2001 年互联网泡沫破灭，中国第三方支付发展相对缓慢。

支付宝的崛起使得中国第三方支付迅速发展，超越美国。2004 年 12 月，支付宝诞生，同期，易宝支付、拉卡拉、汇付天下等多家第三方支付公司诞生。伴随国内电子商务的兴起。2009 年 7 月 6 日，支付宝宣称用户数突破 2 亿大关，从而超越 Paypal 成为全球用户数最大的电子支付平台，同时期 PayPal 的用户是 1.8 亿。根据易观国际研究，2004~2009 年，中国第三方支付行业交易规模年增速基本保持在 100%之上。其中在线支付占比高达 95.6%，手机支付和电话支付分别仅占 4.2%及 0.3%。

图 7：2005~2009 年，第三方支付行业进入高速发展期



资料来源：易观国际，光大证券研究所

由于第三方支付的迅猛发展，从 2010 年开始，央行对第三方支付出台了相关政策进行规范，加强了多方面的监管措施。目前，我国第三方支付的监管机构是中国人民银行及其分支机构，按照“属地原则”进行监管。以《非金融机构支付服务管理办法》为政策核心，人民银行为主导，行业自律管理、商业银行监督为辅。

1）境内支付牌照不再新增，重要牌照数量稀缺

央行自 2010 年起加强牌照管制。2010 年 6 月人民银行公布的《非金融机构支付服务管理办法》明确指出，从事支付业务需要获得第三方支付牌照。2011 年，支付行业迎来第一批支付牌照。2011~2015 年间，央行分 9 批发放支付牌照。2016 年起，央行表示原则上不再发放新增支付牌照。截至 2020 年 6 月，非银金融机构拥有的支付牌照总数仅为 237 张。

表 1：央行分批次发放支付牌照数量

批次	日期	数量	代表公司
首批	2011/5/18	27	支付宝、财付通、拉卡拉、银联商务等
第二批	2011/8/29	13	银联电子、银通数码等
第三批	2011/12/22	61	宝付网络、天翼电子商务、联通沃易付、中移电子商务等
第四批	2012/6/27	95	银视通、苏宁易付宝等
第五批	2012/7/20	1	青岛百达通
第六批	2013/1/6	26	汇卡商务、上海商旅通等
第七批	2013/7/6	27	新浪支付、百付宝等
第八批	2014/7/10	19	畅捷通、帮付宝、理房通等
第九批	2015/3/26	1	广东广物电子商务

资料来源：中国人民银行，光大证券研究所整理

第三方支付牌照可分为三大类：1）银行卡收单，是指通过销售点（POS）终端等为银行卡特约商户代收货币资金的行为；**2）网络支付**，是指依托公共网络或专用网络在收付款人之间转移货币资金的行为，具体可分为互联网支付与移动支付；**3）预付卡，**是指以营利为目的发行的、在发行机构之外购买商品或服务的预付价值，包括采取磁条、芯片等技术以卡片、密码等形式发行的预付卡。预付卡可分为全国性与地方性两种。**4）跨境支付牌照**：允许其进行跨境电子商务外汇支付业务的许可证。

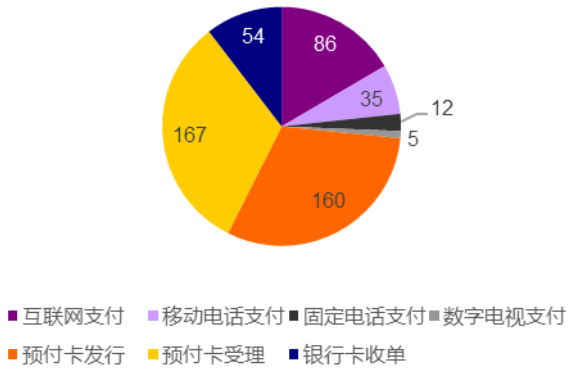
表 2：第三方在支付业务类型、业务范围与盈利来源

业务类型		范围	定义	盈利来源
网络支付	固定电话支付	全国	依托公共网络或专用网络在收付款人之间转移货币资金的行为	交易佣金
	移动电话支付			
	互联网支付			
	数字电视支付	省级/全国		
预付卡受理		地级/省级/全国	以盈利为目的发行的、在发行机构之外购买商品或服务的预付价值，包括采取磁条、芯片等技术以卡片、密码等形式发行的预付卡发行与受理	1）手续费；2）资金沉淀；3）过期资金沉淀；4）发卡费
预付卡发行				

银行卡收单	省级/全国	通过销售点（POS）等终端为银行卡特约商户代收货币资金的行为，自 2018 年起，央行将扫码交易统一归口至银行卡收单口径统计。	交易佣金

资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

图 8：支付牌照数量分布



资料来源：光大证券研究所根据央行网站信息整理，截至 2020 年 6 月末
注：因一家公司可能同时拥有多张支付牌照，故图中支付牌照数量加总大于支付公司数量

重要牌照数量稀缺。目前存量牌照中，大部分是预付卡发行与受理，且多以地方性预付卡发行与受理牌照为主，仅有 6 家具有全国性的"预付卡发行与受理"业务许可。互联网支付仅有 86 张，移动电话支付 35 张，与收单业务紧密相关的银行卡收单仅有 54 张。

2）跨境支付合规化经营时代来临

跨境支付于 2020 年开始正式“持牌经营”。2019 年 4 月，外管局下发《支付机构外汇业务管理办法》，废止了 2015 年开始试点的《关于开展支付机构跨境外汇支付业务试点的通知》（汇发〔2015〕7 号），并提出新的名录登记要求。2020 年，央行下发第一批跨境支付牌照，跨境支付持牌经营时代正式来临。

表 3：跨境支付发展历程

时间	内容
2013 年	外管局在北京等 5 个地区启动支付机构跨境外汇支付试点
2015 年	试点扩大至全国，包括首信易支付、汇付天下、通联支付、富友支付、连连支付、银联电子等 30 家第三方支付机构获得了这一试点资格
2019 年 4 月	发布《支付机构外汇业务管理办法》，废止此前试点等级要求，要求申请名录登记机构具备：相关支付业务合法资质；开展外汇业务的内部管理制度和相应技术条件；申请外汇业务的必要性和可行性；交易真实性、合法性审核能力和风险控制能力；至少 5 名熟悉外汇业务的人员；与符合第十一条要求的银行合作等多项条件。
2020 年 3 月	下发第一批跨境支付牌照，包括支付宝、财付通、汇付天下、平安壹钱包、连连支付、快钱、盛付通、网易宝等在内的第三方支付机构取得监管部门批复开展跨境支付业务的许可文件。

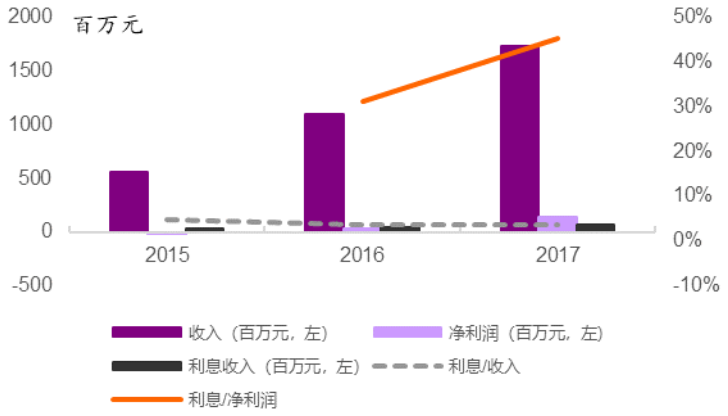
资料来源：国家外汇管理局，搜狐网，光大证券研究所

3）备付金集中缴存，“躺着吃饭”时代已过

2017 年起第三方机构开始备付金缴存。此外，支付机构此前与银行“直连”，央行对于资金交易无法监管，存在交易监管及资金安全隐患。为此央行出台相应政策，要求备付金统一缴纳。2017 年 1 月，央行要求支付机构将一定比例的客户备付金交存至指定机构专用存款账户；2018 年 6 月，央行发布《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》，明确规定，从当年 7 月起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，2019 年 1 月 14 日实现 100%集中交存。

备付金集中缴纳对支付机构的收入及利润产生较大影响。1）**支付机构利息收入与净利受损。**由于备付金为纯利息收入，根据汇付天下招股说明书计算，备付金利息收入占该公司 2015-2017 年收入的 3%~5%，占该公司净利润的 31%~45%。2）中小机构收入来源更加单一化。利用备付金进行金融投资产生的收益也是中小型支付机构主要的收入来源之一，我们认为备付金集中缴纳政策对中小型支付机构的影响将更为显著。

图 9：汇付天下备付金利息收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

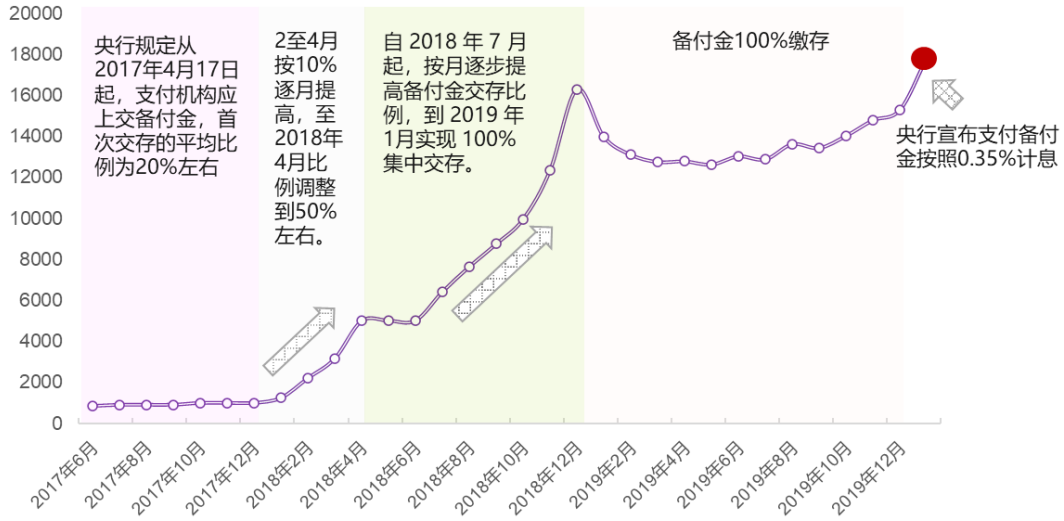
备付金计息时代再次来临，但整体利率较低。2020 年，随着支付机构合规经营已有一段时间、备付金全额上交运行平稳，在严监管大格局不变的情况下，央行于 2020 年一月份调整政策，将对第三方支付机构备付金按 0.35%的年利率支付给第三方支付机构利息，实行按季结息，此外需要从中计提 10%作为非银行支付行业保障基金。据央行资产负债表显示，截至今年 1 月末，非金融机构存款达 17832.85 亿元，按照 90%给付利息及 0.35%的年利息，每年第三方支付可获利息水平约在 50 亿以上。

表 4：关于第三方支付监管政策一览

时间	政策	内容
2017 年 1 月	关于实施支付机构备付金集中存管有关事项的通知	自 2017 年 4 月 17 日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息。
2017 年 8 月	关于将非银行金融机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知	自 2018 年 6 月 30 日起，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理，各银行和支付机构应于 2017 年 10 月 15 日前完成接入网联平台和业务迁移相关准备工作。
2017 年 12 月	条码支付业务规范（试行）	已开展条码支付业务的银行、支付机构应当全面梳理自身条码支付业务情况（含境内、跨境、境外业务）并形成报告，包括但不限于按年度统计的业务量、产品介绍、业务流程、技术方案、风险管理机制、境内外机构合作情况、资金清算模式、收费标准及利润分配机制、客户权益保护措施、外包服务机构信息及外包范围、以及根据本通知进行自查的情况及整改方案等。
2018 年 5 月	支付机构客户备付金存管账户试点开办资金结算业务的通知	试点机构应于 2018 年 5 月 15 日前，向法人所在地人民银行支付结算处提交《支付机构客户备付金集中存管账户开立申请书》(附件)，支付结算处审核通过后，协调营业部门为其开立备付金集中存管账户，用于办理相关支付业务的资金结算。
2018 年 6 月	支付机构客户备付金存管办法	要求支付机构自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100%集中交存
2018 年 12 月	支付机构撤销备付金账户有关工作的通知	支付机构能够依托银联和网联清算平台实现收、付款等相关业务的，应于 2019 年 1 月 14 日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户，规定可以保留的账户除外。
2019 年 12 月	关于规范代收业务的通知（征求意见稿）	代收业务是指经付款人同意，收款人委托支付机构从付款人开户机构扣划付资金给收款人，适用于收款人固定，付款频率或额度等条件事先约定且相对固定的特定场景。支付许可证许可的业务类型包括网络支付、预付卡的发行与受理和银行卡收单。取得网络支付业务许可的支付机构可为网络特约商户提供代收服务，取得银行卡收单业务许可的支付机构可为实体特约商户提供代收服务。

资料来源：中国人民银行，光大证券研究所整理

图 10：备付金缴存金额变化（万亿）



资料来源：中国人民银行，光大证券研究所整理，时间截至 2020 年 2 月底

1.2.2、第三方支付行业：账户侧与收单侧分立

我国三方支付行业可分为账户侧与收单侧两类。其中账户侧以支付宝、微信等为代表，主要承担类银行卡的功能，留存用户资金并进行用户侧资金结算；收单侧以银联商务、拉卡拉为代表，负责商户侧收单、结算等业务。

“断直连”后，支付市场形成了央行统一监管下，商户-支付公司/银行-银联/网联-基础支持供应商多方交互的格局。2017 年 1 月份，央行发布《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》，2019 年 1 月完成备付金 100%上交，自此以后，资金的清算模式将从商户-收单机构或聚合支付服务方-第三方支付机构-发卡行”转变成“商户-收单机构-银联/网联-第三方支付机构-银联/网联-发卡行”。

图 11：第三方支付行业参与方

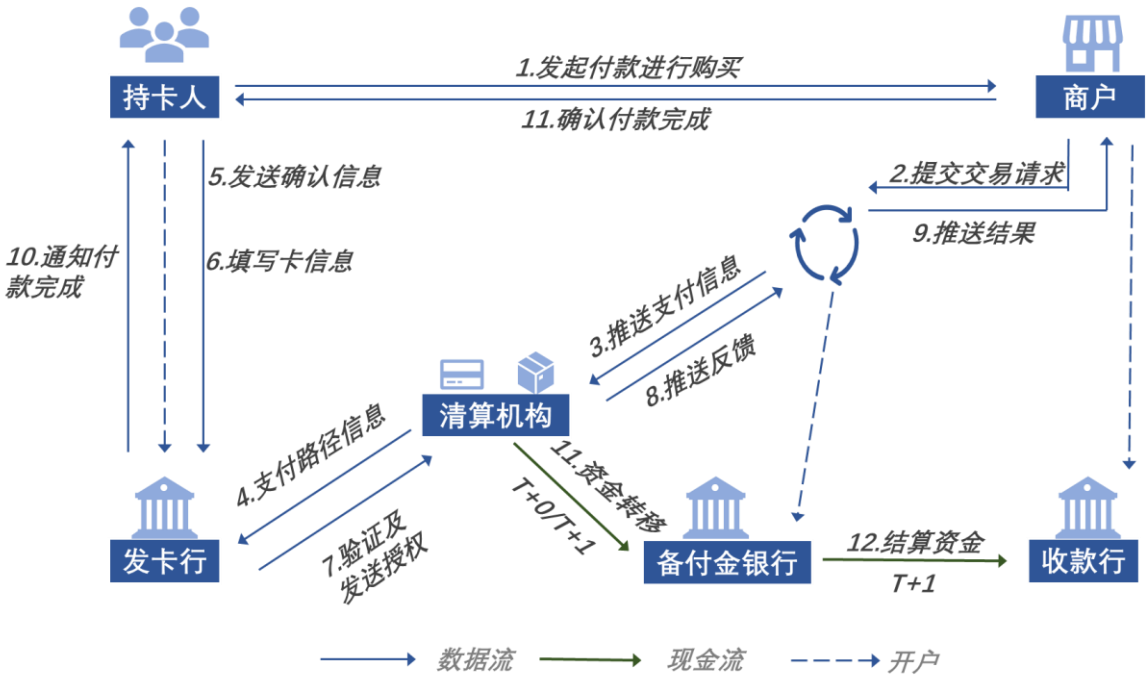
资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理

其中，各方主要职责如下：

- **商业银行/账户侧三方支付机构：**处理本机构所属的账户的支付交易。
- **商户：**第三方支付机构提供的服务向自己的客户收取交易资金。
- **收单侧三方支付机构：**
  - **收单机构：**具备银行卡收单业务许可和网络支付业务许可，因而可以为商户提供融合多个支付渠道、资金结算和对账等综合支付解决方案。
  - **聚合支付：**通过技术手段将银行、第三方支付机构的多种支付服务整合于一体。常见的聚合支付产品有聚合码牌、智能 POS、扫码枪、扫码盒子等。

三方支付交易流程见下图：

图 12：通过三方支付的交易流程



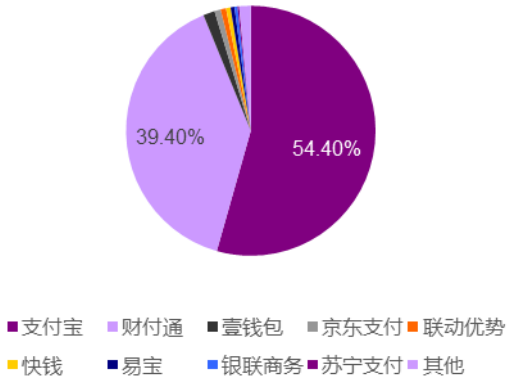
资料来源：光大证券研究所根据拉卡拉、汇付天下招股说明书及调研信息绘制

2、第三方支付市场发展趋势

2.1、账户侧格局已定

微信与支付宝作为传统支付行业巨头，在 C 端牢牢把握优势。根据艾瑞咨询的统计，在第三方移动支付领域，2019 年二者市占率合计达到 90%以上。其中，支付宝的市场份额达到 54%居于首位，财付通的市场份额为 39%。在先发优势和客户粘性的作用下，我们预计双寡头垄断格局还将持续。

图 13：移动支付交易规模市场份额

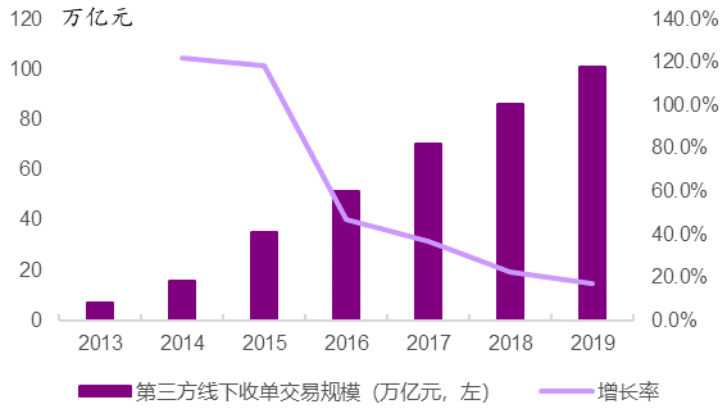


资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所，数据截至 2019 年 12 月 31 日

2.2、收单侧仍有空间，但增长放缓，趋于稳定

收单侧整体规模呈增长趋势，但增长速度下降。2016 年以来，第三方支付机构线下收单交易规模结束了三年来的高速增长，增长率放缓，趋于稳定。2019 年，收单交易规模同比增长 17.1%，整体规模首次突破百万亿元。

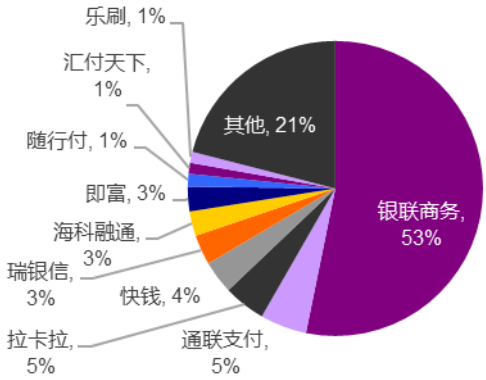
图 14：2013-2019 中国第三方支付机构线下收单交易规模



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

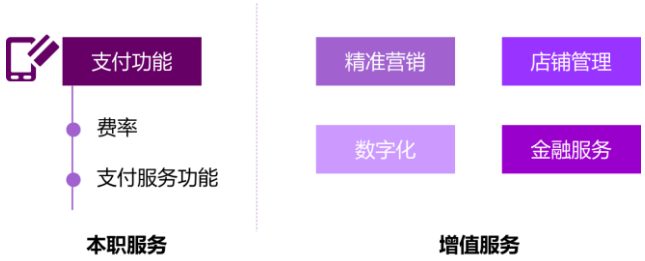
B 端市场分散化带来了收单侧三方支付机构多元分立格局。截至 2017 年末，我国小微企业法人约有 2800 万户，个体工商户约 6200 万户，中小微企业（含个体工商户）占全部市场主体的比重超过 90%。由于小微企业商户较为分散且需求多样，B 端市场需要通过线下地推运营来接触到小微企业，并发掘进一步需求。

图 15：2017 年第三方线下收单市场交易规模份额占比



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所，数据截至 2017 年 12 月 31 日

图 16：小微商户需求多样化

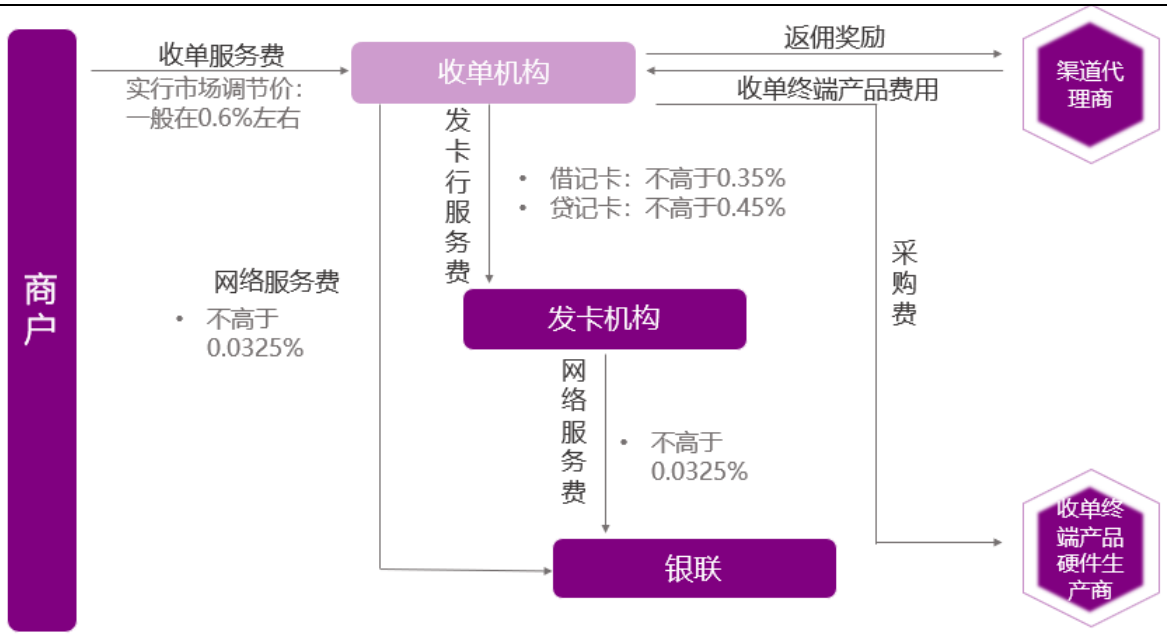


资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

我国收单机构能够为商户提供多种类型服务，在交易中必不可少。收单机构主要为商户提供多支付渠道融合、经营管理、营销与金融等综合解决方案，通常包括提供线上扫码聚合服务与信用卡刷卡服务两类，挣取中间交易手续费。除此之外还有提供银行交易流水等一系列增值服务。其中银行卡收单业务费率在 0.12%~0.22%左右，二维码扫码费率在 0.18%左右（含给当地 SP

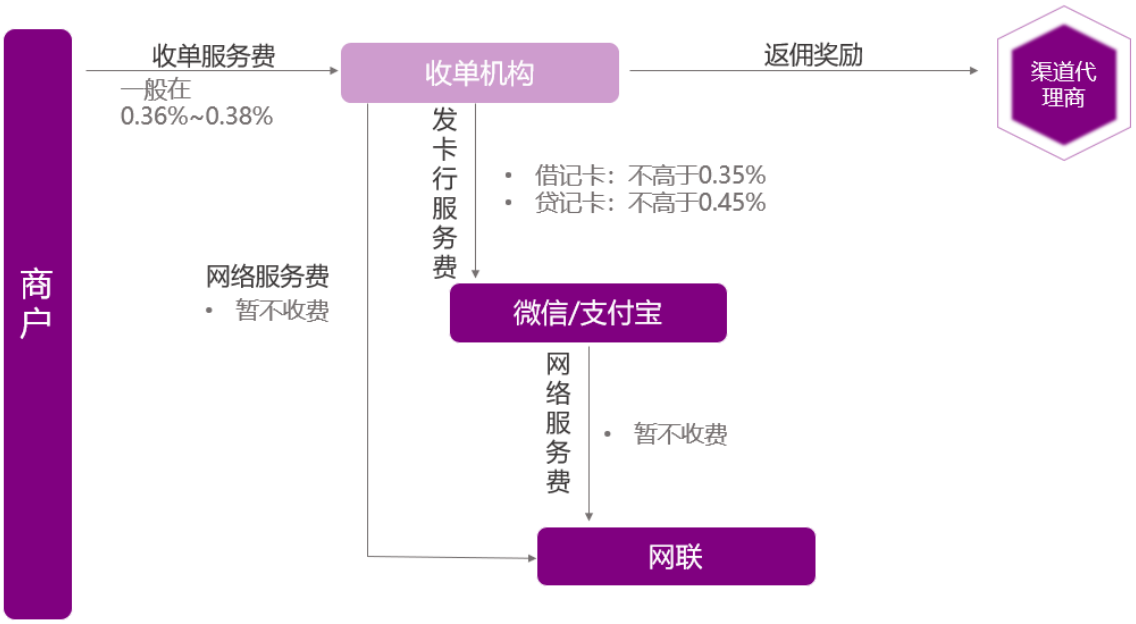
的佣金）。综合下来，二维码收单服务费较高，而银行卡收单业务服务费较低。

图 17：聚合支付公司盈利模式——银行卡收单



资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

图 18：聚合支付公司盈利模式——扫码支付



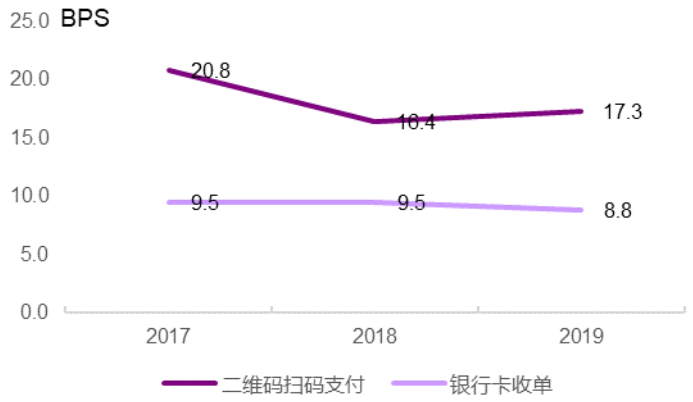
资料来源：光大证券研究所根据调研信息绘制

表 5：第三方支付公司盈利模式及收费

项目	内容	收费
支付业务	POS 机刷卡	标准费率 0.6%，成本见上
	二维码扫码	终端费率约在 0.38%，微信/支付宝服务费在 0.2%左右
	备付金利息	央行统一费率，计提 10%作为非银行支付行业保障基金，余下按照 0.35%计息
增值服务	金融服务	小微企业贷款，费率从 6%到 18%左右
		个人现金贷款
		消费贷款，以花呗/借呗为例，花呗实际利率在 16%左右，借呗实际利率在 14%左右
	数字化	视具体服务内容而定
	精准营销	视具体服务内容而定
技术输出	技术输出	视具体服务内容而定

资料来源：光大证券研究所根据调研及公开信息整理

图 19：二维码扫码业务费率高于银行卡收单



资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所整理

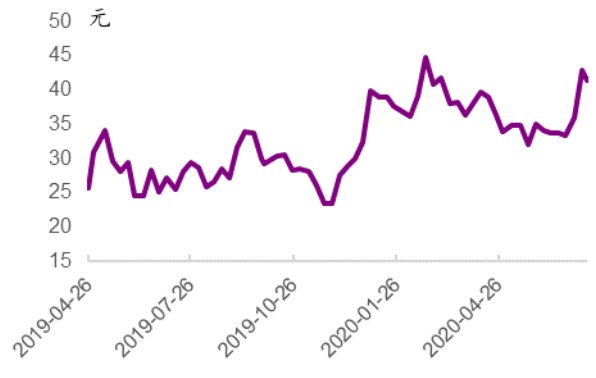
3、SQUARE：小微商户支付切入，增值服务建立护城河

不可否认的是，现今第三方支付市场（收单侧）较为分散，且纯收单业务壁垒较低，市场上对第三方支付公司发展存在争议，汇付及拉卡拉上市后股价表现也起伏较大。然而这并不意味着第三方支付没有空间，我们认为市场目前低估了第三方支付的发展潜力。我们以同类型的、上市三年股价增长十倍的美股公司 SQUARE（SQ.N）为例，分析第三方支付公司（收单机构）商业发展路径。

图 20：汇付天下上市后股价表现

资料来源：Wind，截至 2020 年 7 月 29 日

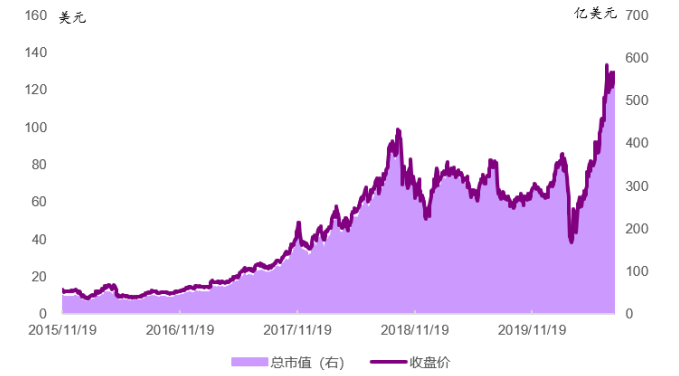
图 21：拉卡拉上市后股价表现



资料来源：Wind，截至 2020 年 7 月 29 日

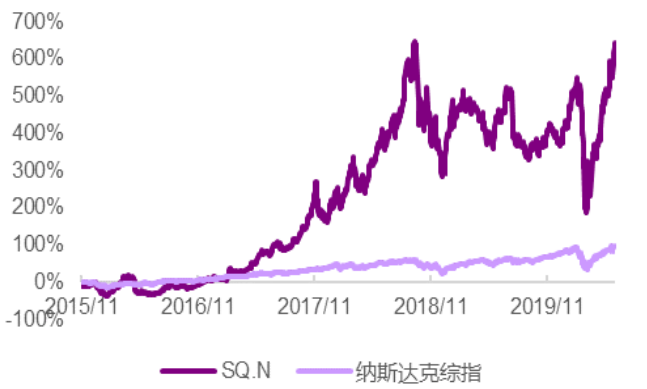
SQUARE(SQ.N)成立于 2009 年，于 2015 年 11 月在纳斯达克上市。SQUARE 在 2015~2018 年间因其独特的竞争战略与商业模式，成为最受华尔街关注的科技股之一，其股价从发行价 9 美元一度攀升至最高点超过 100 美元（2018/10/1）。2018 年 CFO 离职外加业务调整，SQUARE 进入调整期，但股价于 2020 年 3 月下旬起重拾升势。截至 2020 年 7 月 30 日，SQUARE 的收盘价为 129.13 美元，市值为 565 亿美元，屡创历史新高，约是 IPO 时总市值的 19 倍。

图 22：SQUARE 股价走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间截至 2020 年 7 月 30 日

图 23：SQUARE v.s. 纳斯达克涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间截至 2020 年 7 月 30 日

3.1、SQUARE 发展历史

Square 创建于 2009 年，2009 年 2 月 Jack Dorsey 与 James Morgan Mckelvey 共同创立 Square，为大众提供支付服务，2009 年，SQAURE 完成 A 轮融资。

2010 年，Square 推出 Square Card Reader 并上线 App，为中小商户提供收单服务。SQUARE Card Reader 不仅能够实现收付款，也能够保存消费信息。该刷卡器以接近成本的价格在沃尔玛等各大商场出售。小微商家只需

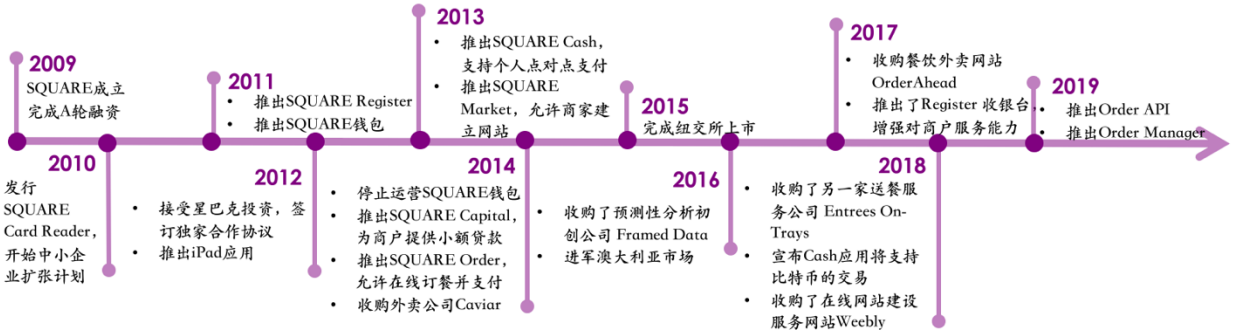
花几分钟在网站注册，就可以收到公司免费寄送的读卡器。SQUARE 以其便捷性（小型读卡器）、透明性（收取固定交易费用，约为每笔 2.75%）以及免安装费深受中小卖家欢迎。在此基础上，SQUARE 逐渐构建了自有的一个支付生态系统。

2012 年， Square 加强产品布局，同时通过与知名商户合作扩大覆盖范围。Square 颠覆性推出 Register，把传统 POS 收款机变为免费的 iPad 应用。Register 旨在让收款，记账，营销流程一体化，其取代的不仅仅是收款机，同时还取代了记账本，并通过让商家追踪消费者在一定程度上取代了广告牌。同年，SQUARE 推出 SQUARE Capital，为小微商户提供消费金融服务，同期推出多项协同服务，包括可以通过 POS 应用收款的电子发票软件（E-invoicing）、电商 API 付款软件等。2012 年，Square 获得星巴克 2500 万美元的融资，同时与星巴克进行独家合作，处理星巴克在美国所有门店的信用卡和借记卡支付交易，但这一合作于 2015 年被中止。

2015 年，Square 完成上市后，初期股价低迷，为了实现业务的持续扩张，Square 持续推出一系列产品及服务，增强用户粘性。例如工资单（Square Payroll），POS 机，市场营销，客户忠诚度服务，发票等一系列服务，并不断进行收购并购，以为商户更好提供服务。其收购公司包括：Caviar（外卖服务，已于 2019 年出售）；Framed Data（数据分析服务商）；Weebly（网站搭建服务公司，使小型企业消费者将可以使用 Weebly 和 Square 很容易地搭建公司网站和在线商城）。

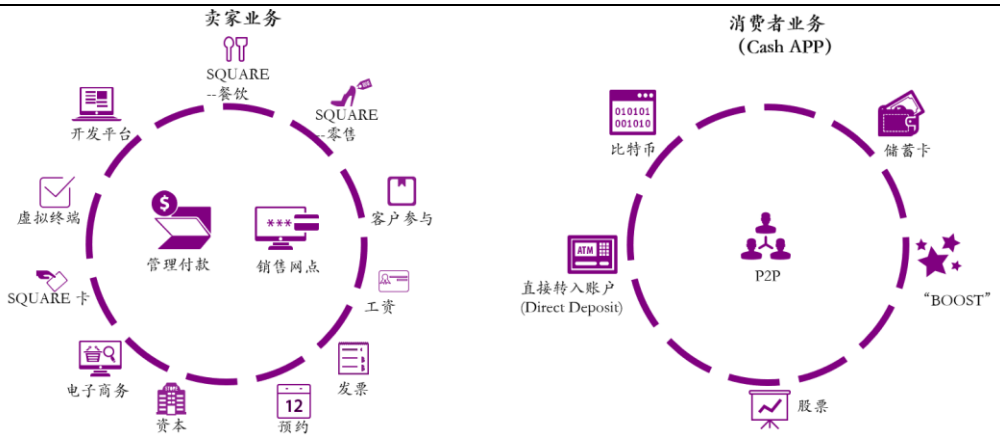
同时，为增强个人业务，Square 在股价表现低迷的 2019 年开始大力发展 Square Cash，推出 Seller 与 Cash App 两大生态系统。Cash App 可以为个人提供包括存款、转账、收款、消费和投资等一系列服务。SQUARE 的发展历史及布局见下。

图 6：Square 发展历程



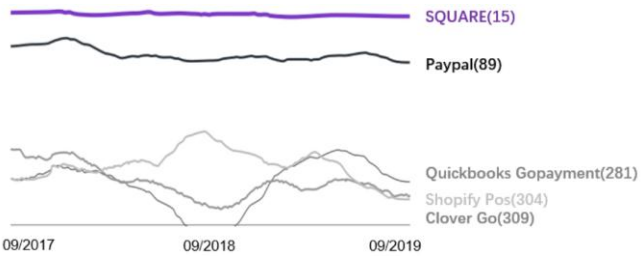
资料来源：光大证券研究所根据招股说明书、公司年报、公开新闻整理

图 24：SQUARE 目前形成两大主要业务布局



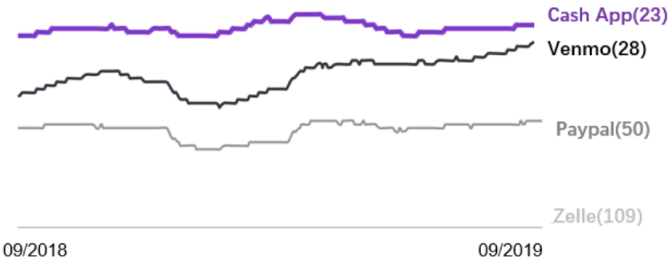
资料来源：公司投资者推介材料

图 25：Square 在 app store 下载量稳居前 15



资料来源：公司投资者推介材料，括号中的数字代表过去 90 天内平均排名，类目为商业应用，数据截至 2019 年 11 月

图 26：Cash App 在 app store 全部 iPhone 应用中下载量稳居前 25



资料来源：公司投资者推介材料，括号中的数字代表过去 90 天内平均排名，类目为全部免费应用，数据截至 2019 年 11 月

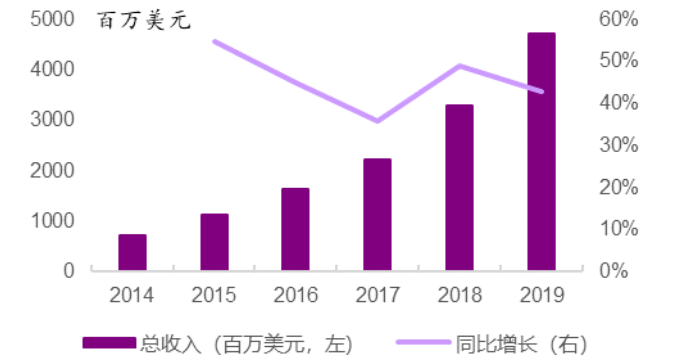
Square 在上市五年以来保持了较为稳健的增长速度。从 2014~2019 年，Square 每年同比收入增速在 35%~55%之间，年均复合增长率 36%。其中，基于交易的收入是公司最主要的收入来源，订阅及服务费则成长迅速。各部分收入定义介绍如下：

- **基于交易的收入。**向卖家收取的交易费，通常是根据交易总额的百分比计算的（2.75%）。同时也会有选择性地为某些较大的卖家提供自定义定价。2019 年该部分收入占比约 65%，仍然是 Square 主要的收入来源。
- **基于订阅和服务的收入。**主要包括 Cash App、Square Capital 和卖家即时转账的收入。2019 年该部分收入占比约 22%，是 Square 发展较为迅速的业务。
  - Cash App 及其他基于订阅的收入：包括现金应用程序即时存款和现金卡的交易费用，以及网站托管和域名注册服务、礼品卡、Square 约会、客户服务、员工管理、工资单、Square 卡。

- Square Capital：为卖家与银行直接贷款提供撮合，并收取服务费

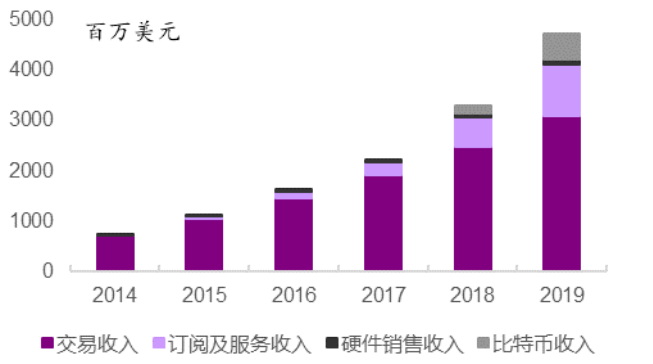
- **硬件收入。**硬件销售收入，2019 年该部分业务呈亏损状态，更多作为公司的获客手段存在。2019 年该部分收入占比仅为 2%。
- **比特币收入。**收取 Cash App 使用者购买比特币的手续费。2019 年该部分收入占比达 11%。

图 27：Square 收入及增幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：Square 收入结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们接下来将从 Square 的商业模式入手，剖析其如何通过打造闭环生态模式，实现上市 3 年股价增长 10 倍的持续增长。

3.2、Square 独特商业模式是支撑其股价上涨的动力

3.2.1、精准面向垂直市场，解决小微商户痛点

Square 的推出起初是为了解决中小商户的收款问题。根据 SQUARE 的招股说明书，传统卖家在金融服务方面有以下几个痛点：1）传统的支付解决方案往往成本高昂且难以使用，许多卖家往往被传统的提供商拒绝提供服务。2）没有综合的服务商，硬件与软件往往由不同的卖家供应，卖家需人工统计协调；3）收款速度较慢；4）定价不具有统一性，许多传统供应商收款类型、名目多样，且不可预测。例如，传统供应商可能收取终端费、硬件租赁费、支付网关费、合规费、最低月费和报告费，此外，交换费和评估费因卡和交易类型而异。

Square 面对小微商户的痛点，精准推出相应产品及服务，总结来说具有以下优点：

- 产品便捷：推出 Square Card Reader，为中小商户提供收单服务，该产品较为简洁且便携，特别方便小微企业主使用
- 价格透明低廉、获得成本低：相比于传统供应商价格高且收费名目多样，Square Card Reader 价格更为透明，且收费低廉。同时 Square 通过多种多样的方式宣传，例如商户在杂志上填表即可被免费赠送，例如在全国各地的零售店布局零售网点，在超过 20,000 家零售店销售读卡器了，包括在美国电话电报公司(AT&T)、Best Buy、Radio Shack 和 Staples 等零售店。Square 读卡器售价 9.99 美元，比起动辄上百美元的 POS

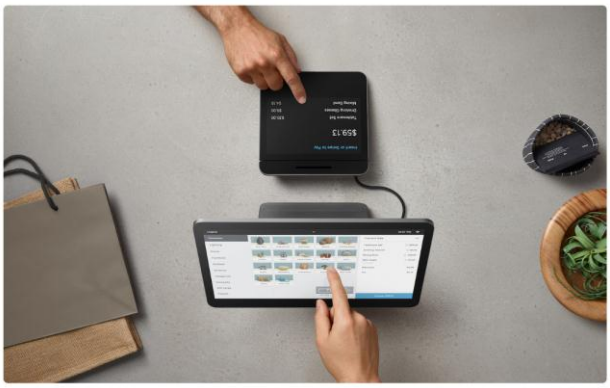
机几乎毫无成本，用户在成功使用读卡器收款之后能够获得 10 美元的返利。这有效地消除潜在用户想尝试使用 Square 读卡器的门槛障碍。

- 软硬件结合，满足商户综合需求：Square Card Reader 在推出硬件版本后，迅速上线软件版本，商户只要有一个手机，就可以轻松完成收款，同时软硬件结合，手机上保留有收款记录，大大便利了商户后续收款、记账等综合服务方面的需求。
- 收款速度较快，到账速度较为迅速。

图 29：Square Card Reader

资料来源：36Kr

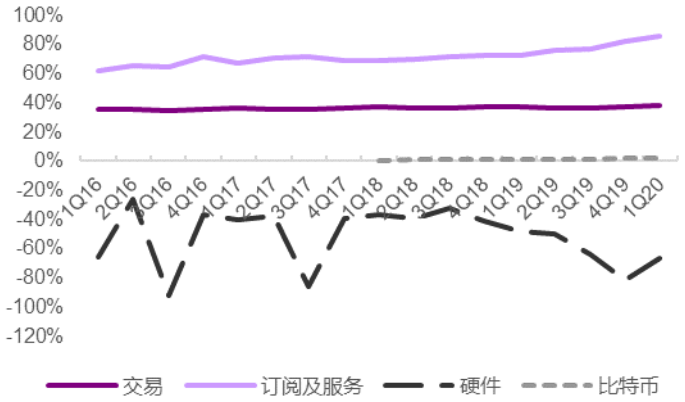
图 30：Square 可与 iPad 联合使用收款



资料来源：36Kr

另一方面，**Square Capital 通过提供金融服务，满足小微企业贷款需求**。同时，由于贷款服务具有较高毛利率，这在另一方面反过来又提高了公司的毛利。虽然公司并未单独披露贷款服务的毛利率，但我们可以从公司订阅及服务毛利率情况做大致推测。

图 31：订阅及服务（Square Capital 所属）具有较高毛利率



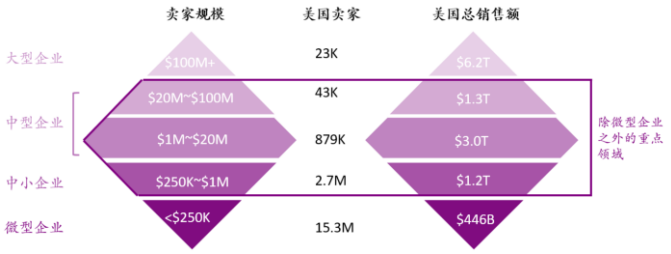
资料来源：公司财报，光大证券研究所

3.2.2、由小商户扩展至大商户，提高 GPV 与收入

Square 在小微商户护城河稳固之后，尝试进入大中商户服务市场，以提高 GPV（商户交易金额）及毛利。根据 Square 提供的数据，美国的大中型商户具有更高的市场潜力（图 32）。为了扩大 Square 在大中型商户上的市场占有，其进行了以下方面工作：

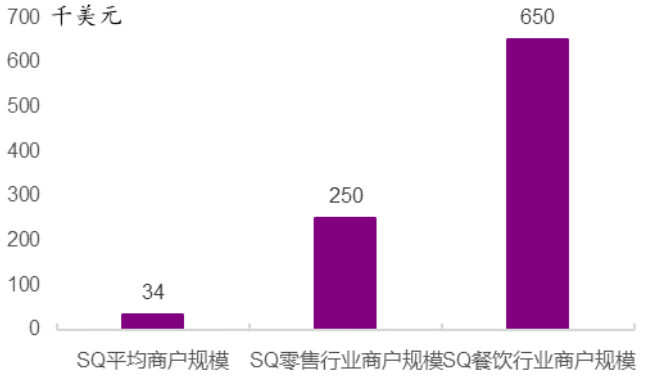
- **精准开发：**针对更大的商户进行特定垂直行业的定制化产品开发工作，满足其特定需求。同时扩展扩大其销售和客户管理团队，以专注于增加具有更复杂需求的大型商户。
- **锚定特定行业：**Square 精选细分市场，例如餐饮和零售等，从细分市场切入，以满足其大客户战略需求。Square 针对细分市场的精准切入使其大客户贡献 GPV 占比得以迅速提高（餐饮行业客户平均年收入为 6.5 万美元，零售行业平均年收入为 2.5 万美元，大于 Square 的平均商户规模）。同时根据 Square 披露的数据，其 65%的餐饮客户及 85%的零售客户都是自行加入而非外部获得的，自然导流获客能力大大增加，获客成本得以进一步降低。

图 32：美国大中型商户具有更大的市场空间



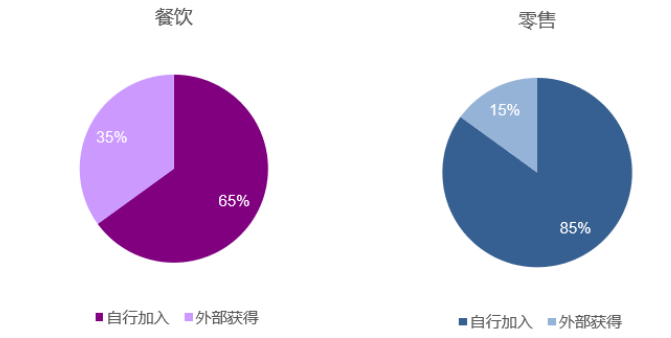
资料来源：公司投资者推介材料，数据截至 2020 年 3 月。注："卖家规模"是基于美国人口普查数据，按特定业务的年总收入分类；"美国总销售额"基于 2012 年美国人口普查数据，根据美国劳工统计局的 CPI 调整至 2019 年的通胀。

图 33：SQ 餐饮及零售行业商户规模远大于 SQ 平均商户规模



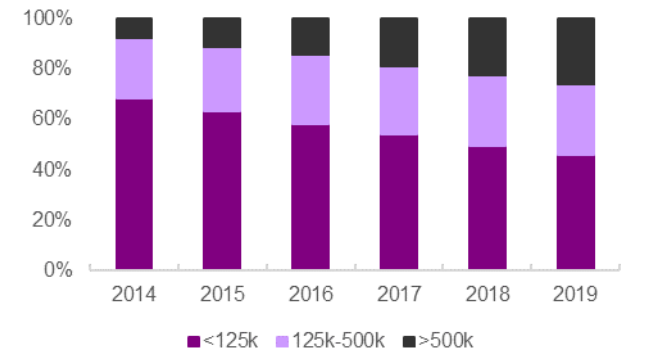
资料来源：公司季报，光大证券研究所，数据截至 2018 年 12 月 31 日

图 34：SQ 餐饮及零售行业多通过自行加入（意味着更低的获客成本，更高的佣金率）



资料来源：公司季报，光大证券研究所，数据截至 2018 年 12 月 31 日

图 35：大中型商户 GPV 贡献占比不断提高（美元）



资料来源：公司季报，分组依据是商户年收入，例如，<125k 组为年收入为 12.5 万美元以下的商户，光大证券研究所

3.2.3、从收单机构转型为 SaaS 服务商，低成本、多样化扩展

Square 推出一系列创新工具，实现对商户、尤其是小微商户的进一步支持。其中包括商户支持与平台开源：

- **商户支持：**提供一系列支持工具，包括发票、预约、虚拟终端，并通过集合 Square Online Store 以及 Weebly 的开发能力提供一系列商户数据分析软件。
- **商户开发平台：**包括 Square 在 Marketplace 上的投入（Caviar 和 DoorDash），与电子商务支持平台（GoDaddy、Wix 等）的集成，以及提供 APIs 和 SDKs 工具，允许第三方者开发符合自身需求的软件应用。API 和 SDK 对任何开 Square 账户的卖家/开发者都是免费的，通过基于交易的收入实现盈利。该项服务使 Square 扩大了自己的市场，根据其年报披露，2018 年，Square 有 20%的 GPV 来自第三方应用为商户提供的服务。

特别值得注意的是，Square 不强制要求卖家使用自己的产品，并且允许卖家选择和集成到其他准竞争平台。

此外，Square 还通过提供 Cash App，通过提供存取款、转账、理财等服务，扩展至 C 端市场，从而进一步多样化收入来源，提高商业延展性。

表 6：Square 提供的服务及定价一览表

服务	描述	定价
Square POS	通用 POS 软件，预装在 Square Register 上。自动跟踪销售、库存、客户数据、数字收据等	免费
Square for Retail	专为零售业设计。包括条形码扫描和高级库存管理	$60/月起
Square for Restaurants	全方位餐厅定制服务。提供前台（表格、订单、课程）和后台（收入和成本报告）业务管理解决方案	$60/月起
Order Manager	将 20 多个配送平台与 Square for Restaurants 集成，允许卖家管理 POS 的所有订单。顶级合作伙伴包括 DoorDash、Postmates 和 Chowly。	~1%佣金
Payroll	提供全面的薪资服务，使卖家能够支付工资和税款，雇佣新员工，并提供员工福利。截至 2018 年，在美国所有 50 个州提供	$29/月订阅费+每位员工$5/月服务费
Appointments	为卖家提供一个集成的预约安排解决方案。专注于服务业	$0/月起
Employee Management	为商家提供包括管理员工考勤卡、查看员工销售分析和保护员工权限	每位员工$5/月服务费
Customer Relationship Management	通过将客户数据与交易数据联系起来，为卖家提供综合客户忠诚度计划和目标市场营销活动。该公司使销售商能够轻松地评估其营销支出的投资回报率	$15/月起
Gift Cards	使卖家能够提供定制礼品卡	$0.8/卡起
Invoices	使卖家能够创建并向客户发送自定义数字发票（记录在交易收入中）	~2.9%+$0.3/位
Developer Platform	使第三方开发人员能够将 Square 支付集成到他们的应用程序中，将 Square 的目标市场扩展到具有特定行业需求的企业	无

资料来源：公司网站，光大证券研究所整理

3.2.4、持续国际扩展

国际市场（澳大利亚、加拿大、日本和英国）的增长是 Square 的三大战略重点之一。Square 在国际市场持续推出配套的本地服务方案（与简单的支付硬件和 POS 软件相比），同时也开始品牌营销活动。与美国市场不同的是，Square 在某些地区采取银行合作分销的方式（例如，英国的 TSB、日本的住友和澳大利亚的昆士兰银行）。

国际市场总收入占比较小，但市场空间较大。据公司披露数据，来自美国的收入目前占比在 90%以上，国际市场占比相对较小，但潜力较大。Square 认为，全球市场的总规模可达美国市场 6 倍以上。

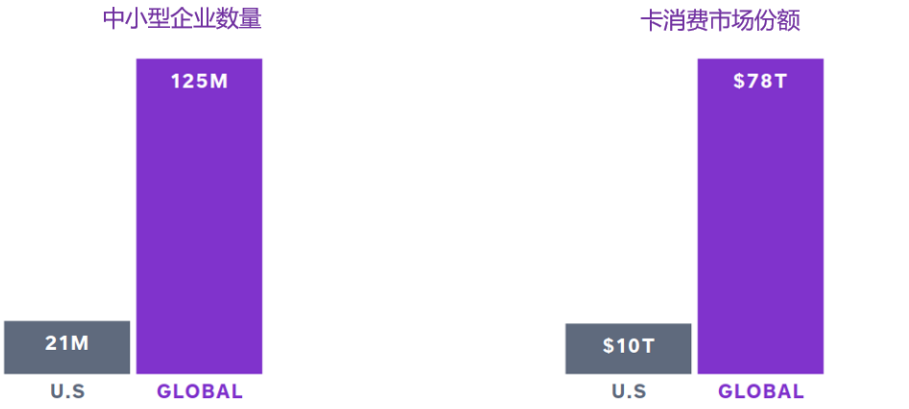
表 7：Square 在不同地区展业情况

	澳大利亚	加拿大	日本	英国	美国
定价	2.75%	2.65%	3.25%	1.75%	2.75%
潜在市场份额	~2mm	~1.1mm	~7mm	~5.5mm	24mm
卡交易总额	$500b	$600b	$700b	$1.1tr	$7tr
个人消费支出	$800b	$1.0tr	$2.8tr	$2tr	$13.9tr
卡消费渗透率	63%	60%	25%	60%	50%
Square 市场情况	NPS（推荐指数）约为 80 分，而同领域竞争对手 NPS 为-1.8 市场推广活动较为成功（对于卖家与买家均是） 卡以及终端渗透率较高	2012 年进入，但直到 2017 年底才接受 Interac（加拿大借记卡机制，50%的卡交易通过该计划完成） 超过 70%的加拿大 Square 卖家在与 Square 签约之前不接受信用卡支付	政府计划将数字支付的普及率延长一倍（到 2025 年达到 40%），并在 2020 年奥运会之前作出努力 与 SMBC（银行分行）的签订分销协议 2017 年末加入 JCB（本地卡网络/方案）	几国中最晚进入（2017 年下半年），泛欧协议为其扩张奠定了基础 在 550 万中小商户中，约有一半不接受信用卡 品牌活动于 2019 年初启动（并从其他国际市场开始）	本土市场，总收入占比约 95% 相对于其他市场，品牌在美国最为稳固（这使得大多数企业都能通过自然方式获取，包括 80%的大卖家客户）

资料来源：公司披露，The Nilson Report, Euromonitor, FactSet, Countryeconomy.com, The Small and Medium Enterprise Agency (Japan)，光大证券研究所；

注：潜在市场份额仅考虑中小型卖家，大型卖家不包括在内。

图 36：全球市场容量约是美国卡市场的六倍



资料来源：公司投资者推介材料，The Nilson Report，International Finance Corporation. 根据截至 2019 年 1 月的 Nilson Report，美国和全球信用卡交易量为 2027 年预测数据。

4、我国第三方支付市场能否拥有下一个 Square？

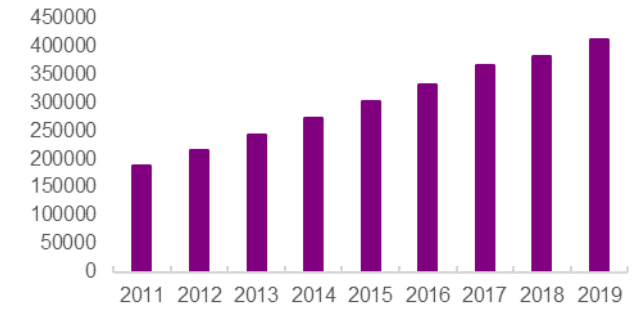
如前文讨论，我国第三方支付市场在经历了高增长后，目前已经进入有序发展阶段。行业上，已经基本形成二元分立格局，C 端用户流量已由微信、支

付宝等巨头牢牢占据，市场潜力有限。相较而言，更多的独立第三方支付公司转而将目光放到了同样数量庞大的商户身上，B 端市场前景广阔。

4.1、信用卡发卡规模与扫码支付规模持续扩张

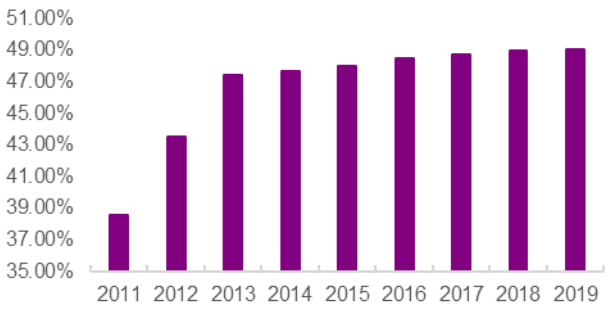
银行与非银行卡交易规模持续增加。如我们在前文的讨论，伴随社会零售品消费总额不断增加，2019 年我国居民卡均消费金额达 1.39 万元，同比增加 14%，与此同时笔均消费 738 元，同比下降 22%，说明居民用卡频次增加。同时银行卡渗透率进一步提高至 49%，较 2018 年的提升 6 bps。非银支付规模保持 15%左右的增速，我们认为，疫情短期影响不改长期无纸化交易趋势，伴随中国下沉电商的兴起，非银支付的渗透率仍将保持较快增速，未来有望进一步提高。

图 37：社会零售消费品总额不断提高（亿元）



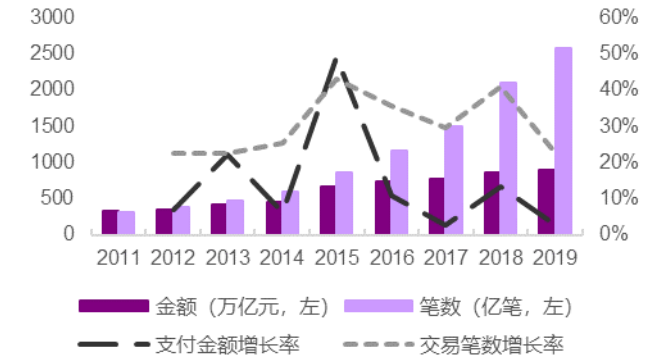
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 38：银行卡渗透率稳步提高



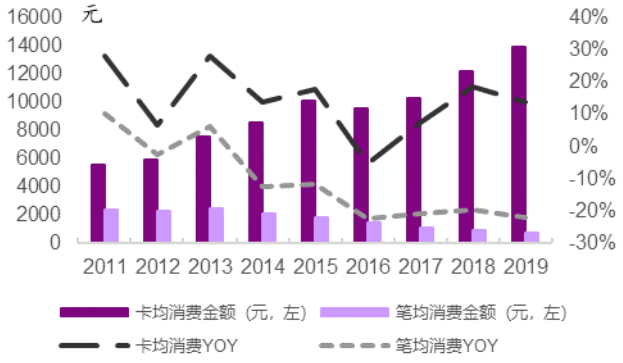
资料来源：中国支付清算协会，光大证券研究所

图 39：银行卡交易笔数和金额



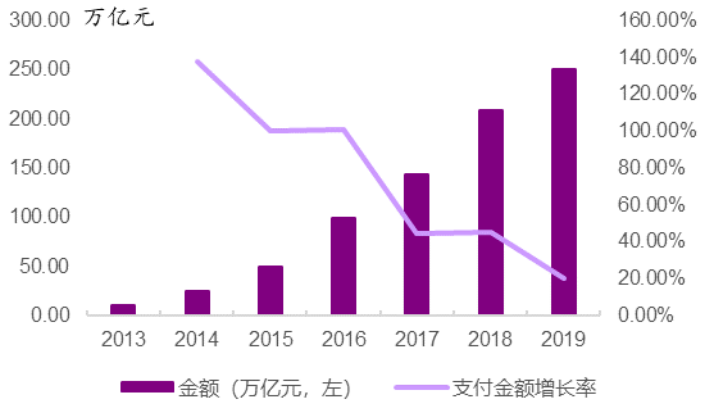
资料来源：中国支付清算协会，光大证券研究所

图 40：卡均消费交易笔数和金额



资料来源：中国支付清算协会，光大证券研究所

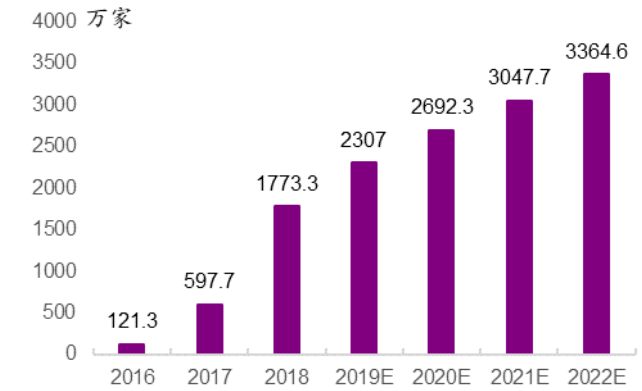
图 41：非银交易金额及增长率



资料来源：中国支付清算协会，光大证券研究所

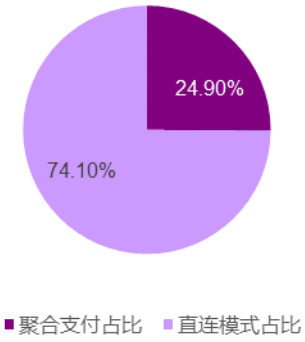
聚合支付仍有提高空间。根据艾瑞咨询统计，2018 年聚合支付交易规模约占线下扫码支付总规模的 24.9%，以个人收钱码为代表的直连模式占据目前市场大部分份额。随着第三方支付的兴起及聚合支付服务的不断下沉，个人收钱码所占的份额将会被聚合支付模式逐渐转化，因此未来聚合支付交易规模在线下扫码支付总规模中的占比将会逐渐提升。收单市场稳定增长，聚合支付同步增加，仍有较高发展空间。

图 42：中国聚合支付覆盖商户数量



资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所

图 43：中国聚合支付在线下扫码支付中占比



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所，数据截至 2018 年 12 月 31 日

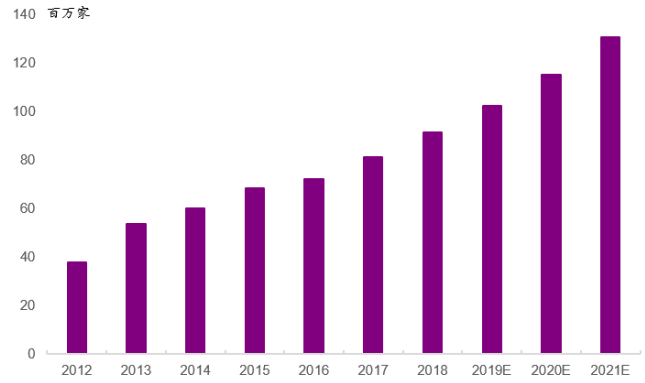
4.2、增值服务模式逐渐成熟，SaaS 市场潜力无限

疫情驱动 B 端需求，线上增值服务或大有可为。受新冠疫情防控的影响，今年以来，越来越多的消费者开始转向在线办公和购物，同时线下商户的传统经营模式难以开展，迫使其实现服务供给端的线上化，由此催生对应的数字化经营需求。根据国家市场监督管理总局统计，截止 2019 年底，我国实有市场主体的数量达到了 1.23 亿户，相较 2018 年增长 12%；而我国个体工商户在 2019 年底的数量更是达到了 8261 万户，占到了整个实有市场主体的 67%。大量缺乏数字化经营意识和能力的个体工商户，成为独立第三方支付

企业进行企业服务市场布局的最佳入口。根据 Frost & Sullivan 的统计，我国小微企业数量在 2019-2021E 仍将保持 13%左右的复合增速，针对商户 SAAS 服务的市场规模仍将有巨大发展潜力。

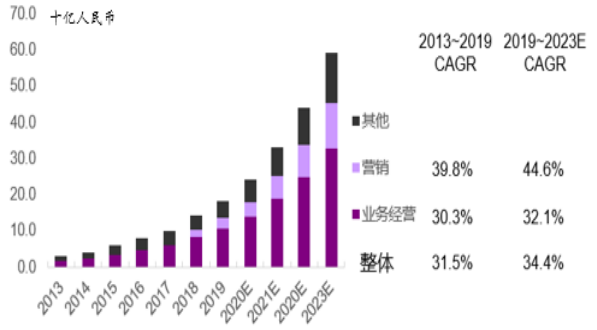
SaaS 市场规模 2013-19 年 CAGR 超 30%，未来仍将高速增长。根据 Oliver Wyman 数据，2013 年至 2019 年我国 SaaS 市场规模年均复合增速达到 31.5%，增长十分迅猛，且预计未来仍将保持高速增长，预测数据显示 2020-23 年 SaaS 市场规模 CAGR 有望达到 34.4%，SaaS 市场规模仍将有巨大发展潜力。

图 44：中国小微企业预计仍将保持稳定增长



资料来源：Frost&Sullivan，汇付天下招股说明书，光大证券研究所，2018 年以后为 Frost & Sullivan 预计

图 45：中国 SaaS 增长仍将保持高速增长

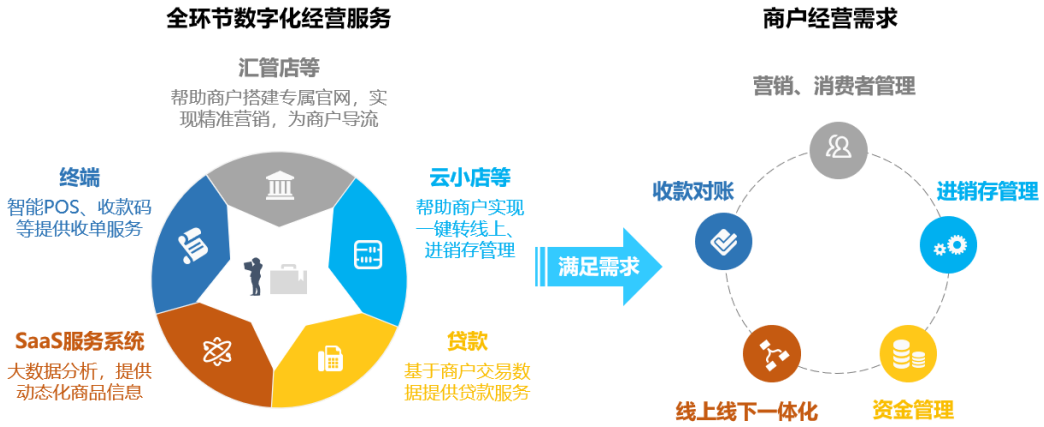


资料来源：Oliver Wyman 预测，移卡招股说明书，光大证券研究所

第三方支付公司布局 SAAS 业务，护城河优势凸显。第三方支付公司基于自身技术优势，在为商户提供支付收单基础业务上，通过数据分析，掌握商户交易流水等数据，在为其提供增值服务上水到渠成，具有天然优势。国内现有第三方支付公司也已开始 SaaS 业务布局，以拉卡拉为例，2019 年 8 月，拉卡拉战略投资新零售 SaaS 服务商千米科技，目前已基本形成了类似于 Square 的“支付+增值服务”的核心业务模式。

一方面，拉卡拉通过基础的支付和收单业务与线下的商户形成合作关系，同时沉淀下海量的商户和用户数据。充分利用大数据、云计算、人工智能等一系列先进的科技手段，结合成熟的 SaaS 软件，为商户提供多元化营销、会员管理、商品管理、财务管理、供应链管理，进销存管理、融资等一系列商户可能需要的增值服务，使得商户可以充分发挥支付服务信息、渠道优势，实现经营管理线上化、实时化、云端化、智能化。从而和商户形成更加深度的合作赋能关系。此外，拉卡拉还逐渐为中小微商户提供包括贷款、理财、保险、保理、融资租赁、信用卡、会员管理、数据营销、进销存管理、积分消费运营、云分销等在内的各类服务，真正实现全场景、全支付、全服务，实现“全维度为中小微企业的经营赋能”。

图 46：拉卡拉全环节数字化经营服务

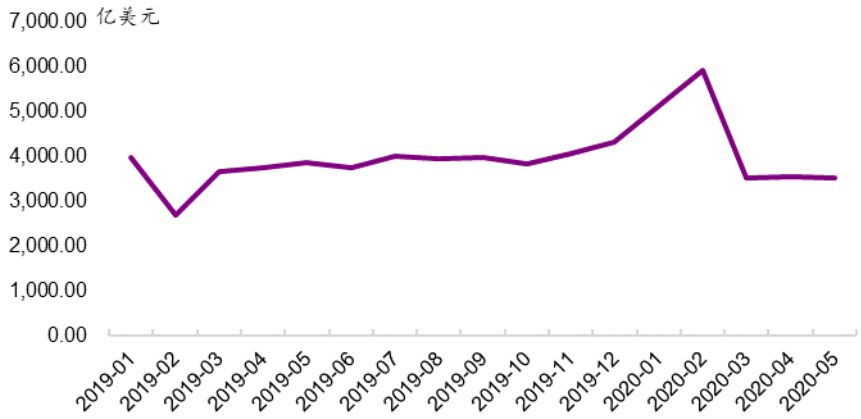


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4.3、跨境支付短期承压，长期大有可为

疫情影响下进出口放缓，跨境支付有所承压。受今年以来疫情影响，短期内我国进出口明显放缓，疫情对跨境电商、航空旅游和出国留学等造成了较大负面冲击，跨境支付业务也由此受到波及。但随着国外疫情态势逐渐趋于稳定，复工复产开始步入正轨，预计进出口带来的冲击会逐步消退。

图 47：受疫情影响，我国进出口明显放缓（单位：亿美元）

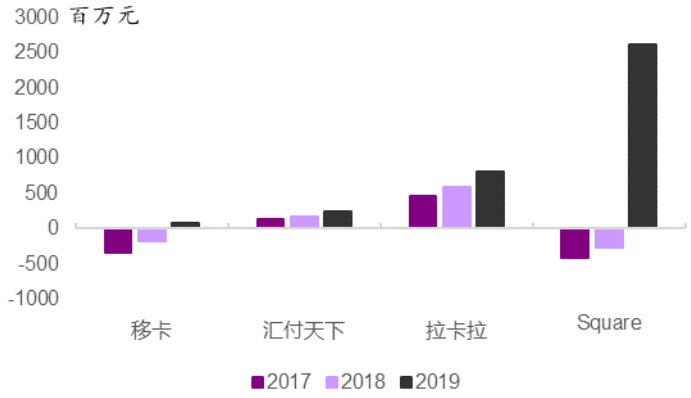


资料来源：Wind，光大证券研究所

海外市场前景广阔，新兴市场发展潜力巨大。根据世界银行的统计，2019 年全球仍有约 20 亿成年人未能获得足够的金融服务。然而随着新兴市场收入水平的提高，居民对金融产品和服务的需求增长迅猛，从而更加突出了需求与供给之间的空白。而金融科技的优势就是可以以更低的成本去覆盖那些被传统金融机构忽略的数量庞大的小客户，从而推动普惠金融的实现，填补这个空白。借鉴 Square 的发展经验，公司在运营成熟的后期开始大力开展海外市场的布局。鉴于国内第三方支付公司较为成熟的商业模式，且海外市场仍存在广阔的 B 端支付需求，我们认为，短期疫情影响并不会改变第三方支付公司跨境支付业务成为新蓝海市场的趋势。

一方面，国内支付费率定价远低于国外，盈利能力仍较强。相较我国国内市场竞争激烈、费率微薄、海外市场信用卡支付手续费较高。在收单费率上，Square 收取商家手续费费率为 2.75%，而国内仅为 0.6%；同时，Square 需向发卡行等上缴每笔 1.9%的手续费，分润比例约为 1/3，国内则为 1/5。即便如此，在收单费率较低、且分润比例也不及的情况下，我国第三方支付公司仍能实现较高净利润，以拉卡拉、汇付天下为例，二者已分别实现连续五年、四年盈利，刚上市的移卡公司也已于 2019 年实现盈利（2018 年实现 Non-GAAP 口径下盈利）。可以看出，就盈利能力方面，国内第三方支付公司似乎更胜一筹，可见其“靠收单业务打下坚实基础、发展‘支付+’提升成长天花板”的商业模式，是可行且较为成功的。

图 48：国内支付公司在手续费较低情况下，仍然持续盈利



资料来源：Wind，所有净利润均为 GAAP 下口径，光大证券研究所

另一方面，国外支付行业市场格局较为分散，发展成熟的支付公司较为缺乏。对众多海外新兴市场而言，商户 B 端需求方面仍存在较大缺口，但缺乏类似国内的科技环境以及一站式整合平台。海外小微企业亦面临着 Square 成立初期美国小微企业在支付方面的发展问题。我国国内科技较为发达，且第三方支付企业经验丰富，一方面可以通过“走出去”发力海外市场，为当地企业提供支付及一系列聚合集成方案，不仅可以提高支付业务的利润，也可以丰富公司综合收入来源。另一方面，我国跨境支付行业依然保持高速增长，支付公司可以通过与海内外机构合作，为海外购提供全流程解决方案。

5、投资建议

我们首次覆盖第三方支付行业，给予“增持”评级。第三方支付在金融支付基础设施建设过程中发挥重要作用，满足了新兴经济发展中日益增长的支付需求，降低了整个社会的交易成本，目前优质的第三方支付企业也逐步从高速发展向高质发展转变，更加健康的支付生态的有望藉此建立。**我们首次覆盖第三方支付行业，给予“增持”评级。**

5.1、移卡：管理团队强大，业务增速较快，有望纳入沪港通

5.1.1、公司介绍

移卡是乐刷的母公司。2011 年，移卡在深圳成立，是中国领先的以支付为基础的科技平台，为商户及消费者提供支付及商业服务。移卡以“通过科技创新，为商家和消费者持续创造价值，共建美好未来”为使命，致力于成为最值得信赖的领先科技公司。

表 8：移卡发展历史

时间	大事件
2011	移卡在深圳成立，为小微商户提供支付服务
2012	获得腾讯战略投资
2013	子公司乐刷科技成立 推出面向小微商户的商业化支付服务
2014	乐刷科技成为银联收单成员机构，获央行颁发全国银行卡收单许可和移动电话支付许可证
2015	发布综合支付解决方案平台；推出智掌柜，开始为商户提供科技赋能商业服务
2016	开始为商户和消费者提供金融科技服务
2017	当年支付交易量首度突破 2,000 亿元
2018	成为同时接入网联和银联二维码支付网络的首批服务商，通过支付服务覆盖 1.4 亿消费者
2019	总支付交易量超过 1 万亿元

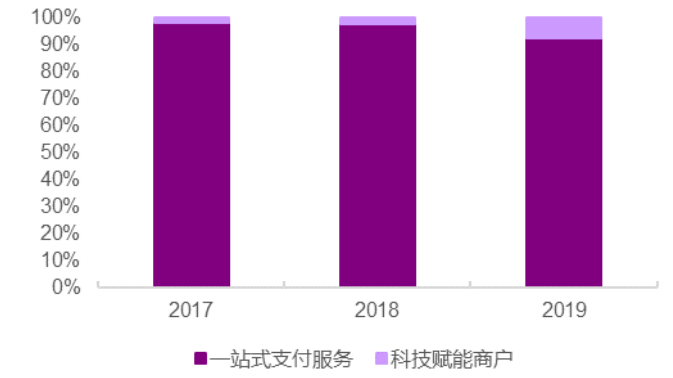
资料来源：公司官网，光大证券研究所

目前移卡已建立广泛的合作关系，分销网络覆盖逾 8,000 名合作伙伴，包括独立销售代理，销售合作伙伴及 SaaS 合作伙伴。集团的分销网络已覆盖中国的 30 个省、直辖市以及超过 300 个城市。

移卡的主要业务包括一站式支付服务和科技赋能商业服务。

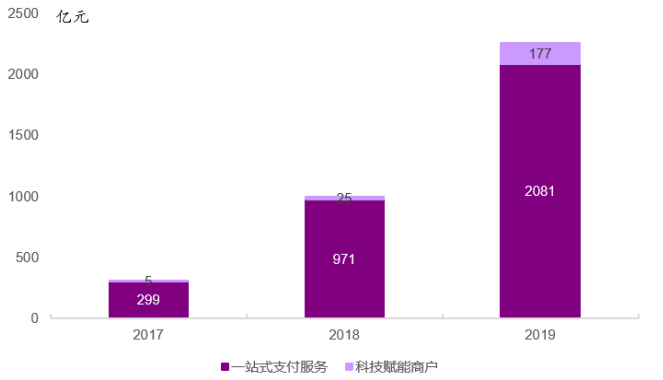
- **一站式支付服务**，包括：（1）基于应用程序的支付服务，即二维码扫码服务，使客户能够通过其移动应用程序接受支付，或使消费者能够通过第三方电子钱包向集团的商户客户进行支付；（2）传统支付服务，即银行卡收单业务使客户能够接受非基于应用程序支付的非现金支付。
- **科技赋能商业**：包括：商户 SaaS 产品，可以帮助客户提高营运效率；营销服务，让客户有效地触及目标市场和金融科技服务，满足客户的金融需求。

图 49：公司 2017~2019 年收入结构



资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所

图 50：公司收入成长迅速

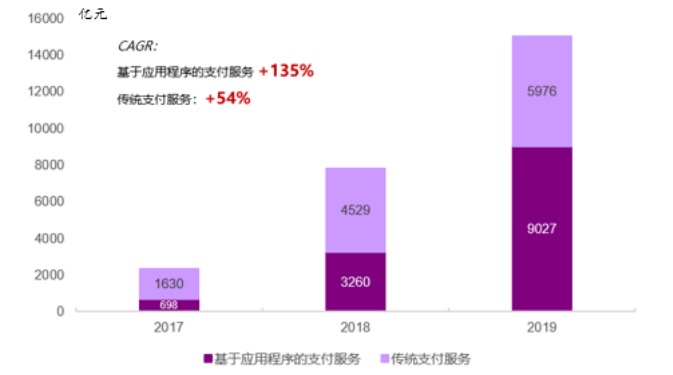


资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所

5.1.2、支付业务：迅速成长，打造商业护城河

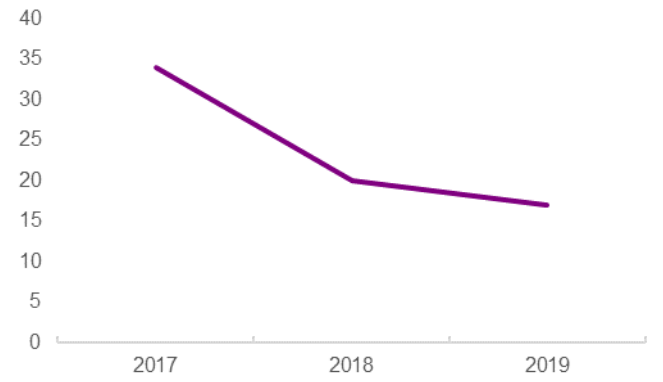
受益于二维码扫码业务迅速成长，移卡支付交易量迅速成长。2017~2019 年，移卡总交易量年化增长率达 86%，其中二维码扫码交易量迅速成长，年化增长率达 135%。同时公司获客成本不断下降，新增获客成本由 34 元下降到 17 元，活跃客户（12 个月内累计交易额超过 1000 的客户）由 162 万迅速增长至 528 万，年复合增长率达 80%，截至 2019 年 12 月 31 日，移卡有约注册支付服务客户约有 1100 万名，规模效应初步凸显。

图 51：2017-19 年移卡交易量增速较快（亿元）



资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所

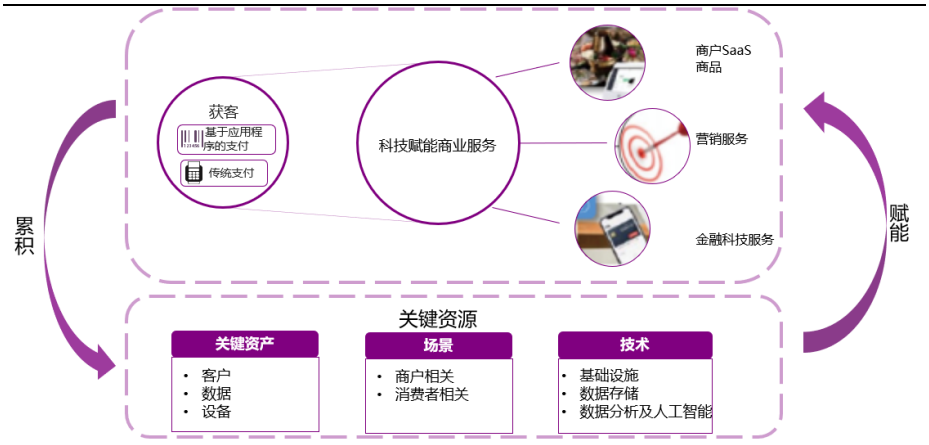
图 52：移卡获客成本不断下降（元）



资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所

支付业务作为导流业务，促进公司其他业务协同发展。支付业务作为链接账户侧（银行、支付宝/微信）与商户的通道业务，对收单侧支付公司来说毛利较低，公司通过支付业务实现快速获客，为其高毛利率的 SaaS 业务进行导流，实现收入来源多样发展。伴随支付业务的快速发展，公司科技赋能业务也得到快速成长，客户数迅速增加，由 2017 年的 4000 名增加到 2019 年的 43.1 万名。根据公司招股说明书披露，公司超过 90%的商业服务客户由支付服务客户转化而来。

图 53：公司生态体系协同发展，使得支付业务客户得已有效转化



资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所

5.1.3、科技服务：高毛利、高成长空间

移卡通过多种类型增值服务为商户提高粘性。移卡通过开发多种类型的产品，包括针对餐饮的智掌柜、针对零售的乐售、一站式商户经营平台智慧店铺及 SaaS 开放平台等，获得多样化收入来源，增强商户粘性，其中智掌柜受各小商户欢迎。截至 2020 年 7 月 16 日，智掌柜在天猫、京东等销量排名靠前（位列天猫收银机销售排名第一、拼多多收银机销售第一、京东排名第五）。

图 54：智掌柜在淘宝销售位居收银机类第一

资料来源：淘宝，时间截至 2020 年 7 月 16 日

图 55：智掌柜在拼多多销售位居收银机类第二

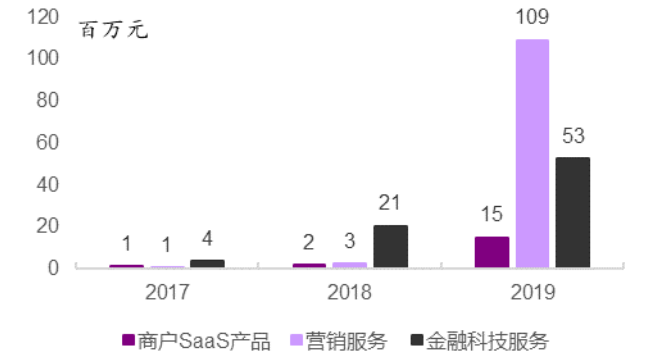
资料来源：拼多多，时间截至 2020 年 7 月 16 日

图 56：乐刷 SaaS 开放平台

资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所

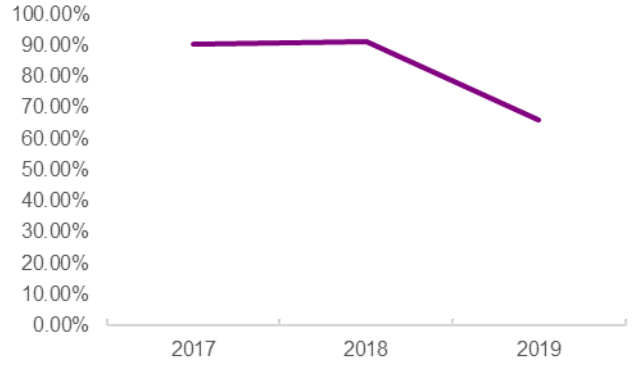
科技服务增速快，毛利贡献不断提高。2017~2019 年，移卡科技服务收入/毛利占比贡献分别由 1.7%/40%提升至 7.8%/18.1%，收入/毛利年复合增长率分别为 114.2%和 112.7%。2017~2019 年，移卡科技赋能商业毛利率分别为 90.5%/91.3%/66.1%，其中 2019 年毛利下降原因主要是移卡为更好地开展多元化业务，强化服务生态圈，于 2019 年 6 月收购拓展宝金融，拓展宝金融业务以开展线下业务为主，拖累公司毛利率。我们预计随着公司业务规模逐步扩大，公司规模效应得以显现，未来公司科技赋能商业毛利率有望稳定在 60%~70%。

图 57：移卡科技赋能商业收入结构



资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所

图 58：移卡科技赋能商业毛利变化

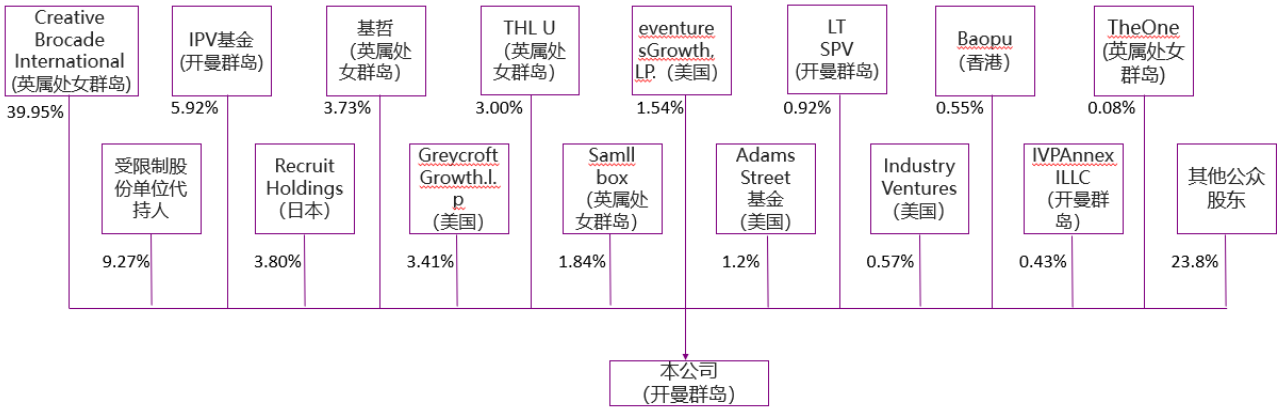


资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所

5.1.4、股东背景强大，管理团队经验丰富

移卡股东背景强大。移卡在上市前受众多知名投资机构关注，包括腾讯（通过 THL U 持股 3.93%）、日本知名公司 Recruit Holdings、知名基金 Adams Street 基金、IVP 基金、Greycroft Growth L.P.及 e.ventures Growth L.P.等。股东除财务支持外，腾讯在获取客户方面也为移卡提供支援，Recruit Holdings 与移卡合作推出综合餐厅管理解决方案智掌柜，并设立投资平台，致力共同投资与支付、科技赋能商业服务互补的领域。Recruit Holdings 也是移卡的基石投资者。

图 59：移卡股权架构（上市后）



资料来源：移卡招股说明书，光大证券研究所

管理团队丰富的经验也为移卡早期的发展提供了有力支持。创始人刘颖麒为深圳移卡的主要创始人，刘先生曾为财付通的第一任总经理，首席架构师罗小辉先生曾为腾讯研发中心副总监，首席战略官周伶俐女士曾任职于诸多知名金融机构。管理团队丰富的经验及诸多投资机构的支持为移卡早期迅速发展提供了强大的动力。

5.1.5、盈利预测及估值

我们基于以下假设：

1）公司支付业务作为通道入口，支付业务持续扩大，预测 20E-22E 总支付量增长分别为 20%/20%/20%；

2）预计今年受疫情影响，公司为保持业务增长，总支付费率有所下滑，明、后年逐步恢复，预计 20E-22E 总支付手续费率分别为 0.130%/0.133%/0.134%；

3）综上，20E-22E 支付业务收入增长率分别为 13%、22%、21%；

4）支付业务市场同质化程度较高，预测未来竞争持续激烈，毛利有所下降，预测支付业务 20E-22E 毛利率分别为 24%/23%/22%；

5）公司科技赋能商业业务是公司战略重心，预计受支付业务体量不断扩大影响，科技赋能商业业务也将大力发展，预测 20E-22E 科技赋能商业业务收入增速分别为 99%/98%/51%；

6）随着公司业务趋于稳健，线下线上营销业务同步发展，预测 20E-22E 毛利率将维持在 60%~70%之间，审慎假设下，预测公司 20E-22E 科技赋能商业业务毛利率稳定在 60%。

表 9：移卡关键假设表

	2020E	2021E	2022E
总支付交易量（百万人民币）	1,800,401	2,160,481	2,592,577
总支付交易量增长率	20%	20%	20%

总支付费率	0.130%	0.133%	0.134%
支付业务收入增长率	13%	22%	21%
支付服务毛利率	24%	23%	22%
科技赋能商业增长率	99%	98%	51%
科技赋能商业毛利率	60%	60%	60%

资料来源：光大证券研究所预测

公司分部收入预测如下：

表 10：移卡收入拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
百万元					
主营业务收入	**996**	**2,258**	**2,695**	**3,561**	**4,519**
YoY	226.9%	126.73%	19.3%	32.2%	26.9%
一站式支付服务	**971**	**2,081**	**2,343**	**2,863**	**3,467**
YoY	224.23%	114.32%	12.58%	22.21%	21.09%
科技赋能商业	**25**	**177**	**352**	**698**	**1,052**
YoY	378.08%	610.63%	98.93%	98.31%	50.73%
主营业务成本	**723.36**	**1,610.98**	**1,921.35**	**2,483.89**	**3,125.19**
一站式支付服务	721.18	1,551.04	1,780.53	2,204.65	2,704.27
科技赋能商业	2.18	59.94	140.82	279.25	420.92
主营业务毛利	**272.54**	**647.04**	**773.50**	**1,077.40**	**1,394.12**
一站式支付服务	249.81	530.01	562.27	658.53	762.74
科技赋能商业	22.73	117.03	211.22	418.87	631.38
毛利率	27.37%	28.65%	28.70%	30.25%	30.85%
一站式支付服务	25.73%	25.47%	24.00%	23.00%	22.00%
科技赋能商业	91.27%	66.13%	60.00%	60.00%	60.00%
收入构成	100%	100%	100%	100%	100%
一站式支付服务	97.50%	92.16%	86.94%	80.40%	76.72%
科技赋能商业	2.50%	7.84%	13.06%	19.60%	23.28%
净利润	**(182.79)**	**84.66**	**395.62**	**543**	**717**
YoY	-	-	367.3%	37.2%	32.0%

资料来源：移卡公告，光大证券研究所预测

我们预测 20E-22E 公司收入分别为 27/36/45 亿元，对应增速分别为 19%/32%/27%，其中一站式支付服务收入为 23/29/35 亿元，对应增速为 13%/22%/21%，科技赋能商业业务收入为 3.5/7/10.5 亿元，对应增速为 99%/98%/51%，20E-22E 毛利率为 29%/30%/31%，20E-22E 净利润分别为 4/5/7 亿元，对应增速分别为 367%/37%/32%[1]。

[1] 20 年之前受可转换可赎回优先股影响，公司会计净利润受较大影响（2018 年/2019 年对公司净利润影响分别为-2.13/-1.81 亿元），上市后该影响消除

相对估值：

表 11：可比公司的 PE 比较

公司名称	股票代码	单位	收盘价	EPS				PE（X）				市值
			2020/7/29	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	亿
微盟集团	2013.HK	HKD	10.94	0.17	0.01	0.08	0.13	64	1094	137	84	245
汇付天下	1806.HK	HKD	3.01	0.19	0.24	0.3	0.38	16	13	10	8	39
拉卡拉	300773.SZ	RMB	36.82	2.02	1.27	1.62	2.01	18	29	23	18	295
新国都	300130.SZ	RMB	14.05	0.5	0.71	0.87	1.12	28	20	16	13	69
新大陆	000997.SZ	RMB	17.35	0.66	0.85	1.09	1.37	26	20	16	13	182
平均值（不含微盟集团）								**22**	**20**	**16**	**13**	
移卡	9923.HK	HKD	39.00	1.90	1.03	1.41	1.86	22	37	27	21	166

资料来源：移卡数据为光大证券研究所预测，其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据，港币/人民币汇率为 2020 年 7 月 29 日汇率

我们选取港股 SaaS 公司微盟集团及支付公司汇付天下，A 股公司拉卡拉、新国都、新大陆作为可比公司，排除极值微盟集团后，对应可比公司 20 年 PE 均值为 20 倍（Wind 一致预期），公司当前 20 年 PE 为 37 倍，高于可比公司均值，主要是由于公司股东及管理层背景强大，科技转型战略方向明确，科技赋能商业业务将显著受益于二维码扫码业务迅速发展，且公司 9 月有望纳入沪港通，流动性或将进一步改善。

绝对估值：

关于基本假设的几点说明：

1、长期增长率：由于中国小微商户仍将不断增长，未来对支付业务及增值服务的需求有望增多，故假设长期增长率为 3%；

2、β值选取：采用港交所行业分类-商贸及互联网的行业β作为公司无杠杆β的近似；

3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 15%。

表 12：公司关键假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(βlevered)	0.78
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.54%
税率	15.00%
Kd	3.76%
Ve	14696.73
Vd	154.07
目标资本结构	1.04%
WACC	6.52%

资料来源：光大证券研究所预测

表 13：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	2464.22	12.73%
第二阶段	3765.27	19.45%
第三阶段（终值）	13125.00	67.81%
企业价值 AEV	19354.49	100.00%
加：非经营性净资产价值	0.00	0.00%
减：少数股东权益（市值）	0.00	0.00%
减：债务价值	154.07	-0.80%
总股本价值	19200.42	99.20%
股本（百万股）	426.21	
每股价值（元）	**45.05**	
PE（隐含）	48.53	

资料来源：光大证券研究所预测

表 14：敏感性测试

敏感性测试结果	长期增长率(g)				
WACC	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
5.52%	49.48	55.36	63.57	75.87	96.27
6.02%	43.02	47.20	52.77	60.56	72.21
6.52%	38.00	41.08	**45.05**	50.33	57.71
7.02%	33.99	36.33	39.25	43.01	48.02
7.52%	30.71	32.53	34.75	37.52	41.09

资料来源：光大证券研究所预测，单位为人民币元

FCFF 下，当长期增长率在 2.5%~3.5%，WACC 在 6.02%~7.02%时，合理股价区间为人民币 36.33~60.56 元，按照 2020 年 7 月 29 日人民币对港币汇率 1：1.1078 折算，对应港币范围为 40.24~67.08 港元。

5.1.6、估值结论与投资评级

首次覆盖，给予“买入”评级。公司管理团队实力雄厚，战略方向清晰，预计持续将受益于中国“小店经济”的发展及中国支付业务的发展，我们预测 20E-22E 收入/净利分别为 27/4 亿元，36/5 亿元，45/7 亿元，FCFF 估值法下，公司当前合理股价为 40.24~67.08 港元之间。公司当前估值高于可比公司，但考虑公司股东背景强大，科技转型战略方向明确，科技赋能商业业务将显著受益于二维码扫码业务迅速扩大，毛利率有望进一步提升。9 月公司有望纳入沪港通，流动性有望得到进一步改善。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

5.1.7、风险提示

纳入沪港通进度不及预期、科技赋能商业业务发展进度不达预期、SaaS 收入对于公司的贡献低于预期、港股估值中枢大幅下跌影响拖累公司整体股价表现，汇率波动风险。

表 15：移卡业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	992.89	2,258.02	2,694.84	3,561.29	4,519.31
营业收入增长率	225.87%	127.42%	19.35%	32.15%	26.90%
净利润（百万元）	(182.79)	84.66	395.62	542.98	716.61
净利润增长率	-	-	367.28%	37.25%	31.98%
EPS（元）	(3.84)	1.55	0.93	1.27	1.68
EPS（港元）	(4.25)	1.72	1.03	1.41	1.86
ROE（归属母公司)（摊薄）	22.91%	-15.24%	32.60%	30.91%	28.98%
P/E	-	22	37	27	21
P/B	(3.8)	(5.4)	13.4	9.3	6.6

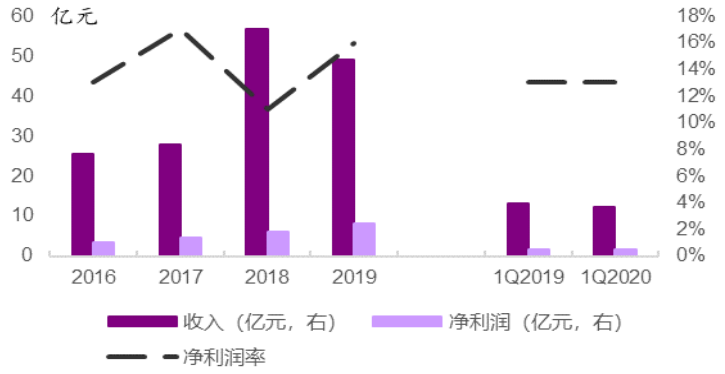
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，汇率按照 2020 年 7 月 29 日人民币对港币汇率 1：1.1078 折算。

5.2、拉卡拉：深耕收单市场多年，战略 4.0 方向明确

5.2.1、公司介绍

拉卡拉支付成立于 2005 年，是国内领先的第三方支付企业，致力于整合信息科技，服务线下实体，从支付切入，全维度为中小微商户的经营赋能。2011 年首批获得中国人民银行颁发的《支付业务许可证》。拉卡拉支付通过“线上+线下”、“硬件+软件”的形式为中小微商户提供支付收单服务和经营服务等，推出了拉卡拉智能 POS、拉卡拉收钱宝盒、拉卡拉收款宝、拉卡拉云小店、拉卡拉收款码、拉卡拉汇管店等产品，截至 2019 年已累计服务商户超过 2200 万家，业务覆盖商超、便利店、社区零售店、物流、餐饮、物业、保险、贸易等行业。

图 60：拉卡拉收入及净利润率



资料来源：拉卡拉公告，光大证券研究所

公司业务主要分为支付业务与商户服务业务。其中商户服务业务又可分为电商科技、信息科技、广告业务等。

5.2.2、支付业务：深耕多年建立护城河

支付业务：公司同时从事二维码扫码与银行卡收单业务，为商户提供覆盖各类支付方式与各种受理终端形态的综合支付服务。全面支持线下刷卡、闪付、扫码、无卡等支付方式，通过各类 POS、码牌、APP、小程序、公众号等载

体均可发起交易，可受理银联卡、境外卡组织的银行卡以及支付宝、微信等支付账户。

图 61：拉卡拉 POS 机

资料来源：拉卡拉官网

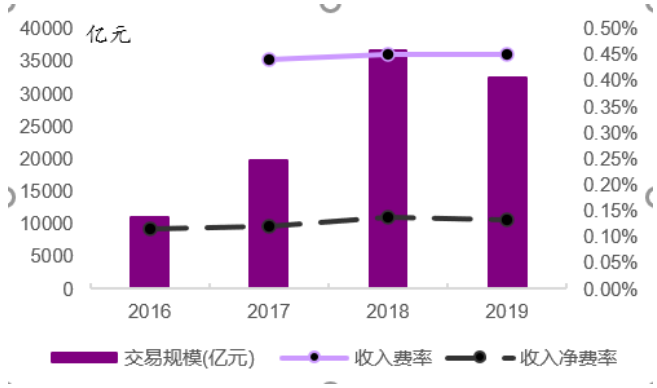
图 62：拉卡拉扫码盒

资料来源：拉卡拉官网

支付建立商业护城河。

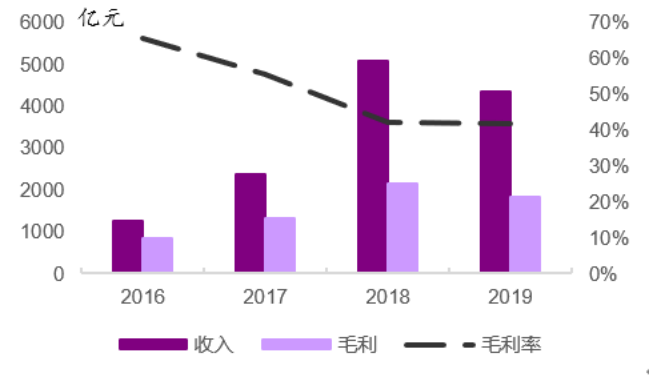
- **国内收单业务：**公司深耕第三方支付市场多年，根据艾瑞咨询的数据，公司在第三方收单市场中排名第二，与第二名通联支付市场规模比例接近，领先其他上市收单公司。公司 2019 年交易量达 3.25 万亿，累计覆盖商户超过 2200 万户，3 万家积分消费商户门店，商户规模和交易规模居于行业前列。公司在全国各省、市以及主要的二级城市都设置了分支机构，实行直营和渠道双轮驱动的运营模式，具有强大的营销推广、行业合作、服务商户的能力。公司品牌形象好，认知度高，公司收单业务毛利领先同业。
- **跨境业务：**2018 年以来，公司与 VISA、MasterCard、Discover、American Express 四大国际卡组织签署了业务合作协议，积极布局海外市场。拉卡拉与跨境电商购销平台开展合作，专门针对中国中小卖家出口的场景打造全新的系统和产品，并开始为中小企业卖家提供外币跨境+人民币跨境、快速收款+实时付款的综合跨境支付解决方案。

图 63：拉卡拉交易规模及费率变化



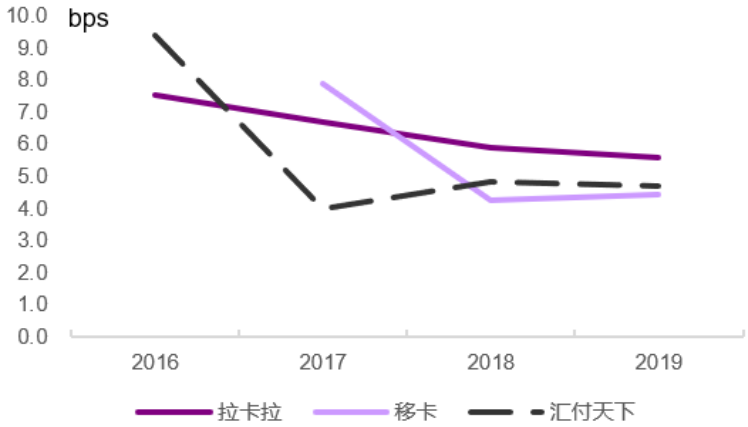
资料来源：拉卡拉公告，光大证券研究所

图 64：拉卡拉支付业务收入及毛利变化



资料来源：拉卡拉公告，光大证券研究所

图 65：拉卡拉实际费率高于行业（bps）

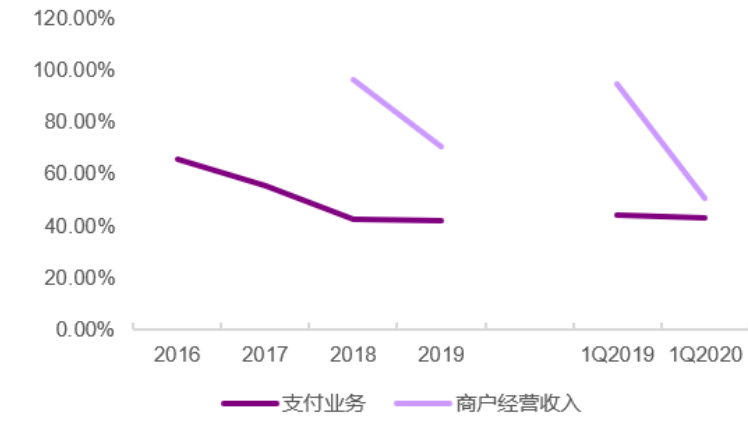


资料来源：各公司公告，光大证券研究所测算，测算方法为商家净费率（收单支付收入/交易量）*支付业务毛利率，汇付天下 2017 年之前未披露商家收单业务收入，因此采用其移动 POS 业务收入及交易量近似计算

5.2.3、科技业务布局明确，携手华为共拓商户服务

公司实施 4.0 战略，云小店业务布局明确。2019 年 10 月，公司发布“云小店、收款码、汇管店、云收单”四款云战略产品，面向不同行业客户提供一站式差异化的经营解决方案，落实拉卡拉 4.0 战略落地的重要一步。疫情期间公司助力中小微商家一键转到线上经营，提供多种在线服务，支持中小商户业务正常运营，将进一步提升商户对公司产品的粘性。拉卡拉拥有超过 2100 万的商户用户，作为支付的流量入口，通过金融科技服务、电商服务与信息服务方式，以云服务与 AI 技术为支撑，深度服务商户经营。目前公司云产品解决方案提供贷款、理财、积分消费运营、广告营销、会员订购、采购、上架、分销等诸多服务，预计商户经营业务将成为疫情期线公司快速增长的重要动力，而其较高的毛利率也有利于提高公司整体盈利能力。

图 66：公司分业务毛利情况

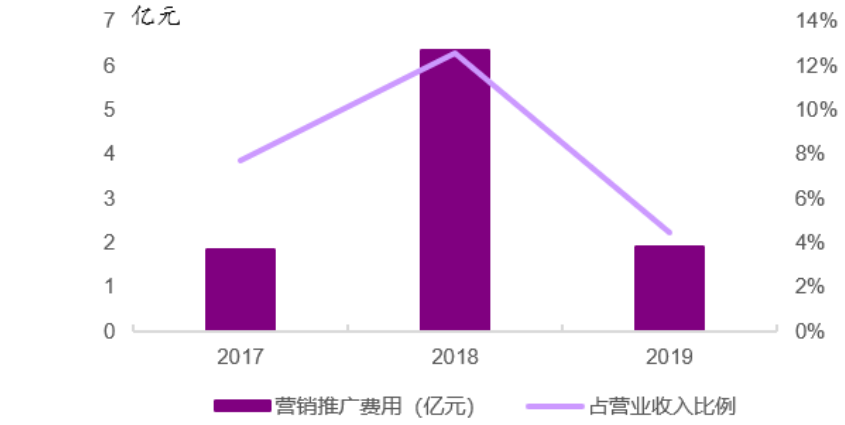


资料来源：拉卡拉年报，光大证券研究所，由于公司在 2019 年更改了收入统计口径，故商户经营收入无 2018 年之前毛利收入

联合华为深化布局支付业务及 SaaS+服务。公司联合华为正式推出华为手机 POS 商家收款产品，通过华为钱包预置应用，即可实现芯片卡、手机闪付、

二维码的全支付场景受理。一方面，商户无需购买额外设备，收单门槛降低，公司可通过依托华为升态，实现对小微商户体系的进一步渗透，降低小微商户收款的门槛，借此扩大商户市占率及转化率，同时通过华为手机 POS 加载各类行业 SaaS 与 App，打通订单系统，提高 SaaS+能力，亦减少了地推及铺设 POS 机的成本，未来利润率有望提升。根据公司回复深交所的披露函显示，2017-2019 年，公司通过开展营销投放计划，产生较大规模的营销费用。未来公司营销费用有望进一步下降。

图 67：公司营销推广费用及占比



资料来源：拉卡拉公告，光大证券研究所

5.2.4、盈利预测及估值

我们基于以下假设：

1）受新冠疫情影响，及公司战略转型影响，预计公司未来业务将由追求增长转向保证质量，预计公司 20E-22E 支付交易业务量分别增长-10%/5%/5%；

2）预计今年受新冠疫情影响，公司收入净费率有所下降，未来将保持平稳，预计未来支付业务净费率分别为 0.13%/0.14%/0.14%；

3）综上，20E-22E 支付业务收入增长率分别为-10%/9%/5%；

4）公司商户经营业务大力发展，显著受益于公司商户强大用户基础，保持较快增速，预计 2020E-2022E 增长率分别为 107%/48%/42%；

5）预计伴随公司业务逐步深化，战略转型深入推进，公司毛利率将稳中有升，预计 2020E-2022E 支付业务毛利率分别为 41.17%/42%/42.03%，商户经营业务毛利率分别为 57.02%/57.29%/58.16%。

表 16：拉卡拉关键假设

	2020E	2021E	2022E
支付交易量（百万元）	2,926,620	3,072,951	3,226,599
支付业务交易量增长率	-10%	5%	5%
支付业务净费率	0.13%	0.14%	0.14%
支付业务收入增长率	-10%	9%	5%
商户经营业务收入增长率	107%	48%	42%
支付业务毛利率	41.17%	42.00%	42.03%

商户经营业务毛利率	57.02%	57.29%	58.16%

资料来源：光大证券研究所预测

表 17：拉卡拉收入分部预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
百万元					
主营业务收入	**5,679.39**	**4,898.88**	**4,935.16**	**5,721.67**	**6,501.03**
YoY	103.9%	-13.74%	0.7%	15.9%	13.6%
支付业务	**5,071**	**4,346**	**3,914**	**4,268**	**4,485**
YoY	113.79%	-14.29%	-9.95%	9.05%	5.09%
商户运营	**201.42**	**442.13**	**913.03**	**1,347.43**	**1,913.60**
YoY		119.51%	106.51%	47.58%	42.02%
其他	**258.13**	**110.50**	**110.50**	**110.50**	**110.50**
YoY		-57.19%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	**3,132.18**	**2,725.25**	**2,737.04**	**3,090.89**	**3,436.96**
支付业务	2,929.04	2,533.43	2,302.38	2,475.20	2,600.06
商户运营	7.01	130.43	392.47	575.49	800.71
其他	47.35	61.39	44.20	44.20	44.20
毛利	**2,547.21**	**2,173.63**	**2,198.12**	**2,630.78**	**3,064.07**
支付业务	2,142.02	1,812.82	1,611.25	1,792.55	1,884.87
商户运营	194.41	311.70	520.57	771.93	1,112.90
其他	210.78	49.11	66.30	66.30	66.30
毛利率	44.85%	44.37%	44.54%	45.98%	47.13%
支付业务	42.24%	41.71%	41.17%	42.00%	42.03%
商户运营	96.52%	70.50%	57.02%	57.29%	58.16%
其他	81.66%	44.44%	60.00%	60.00%	60.00%
收入构成	100%	100%	100%	100%	100%
支付业务	89.29%	88.72%	79.30%	74.59%	68.99%
商户运营	3.55%	9.03%	18.50%	23.55%	29.44%
其他	4.54%	2.26%	2.24%	1.93%	1.70%
净利润	**599.49**	**806.34**	**951.70**	**1,131**	**1,350**
YoY	28%	35%	18%	19%	19%

资料来源：拉卡拉公告，光大证券研究所预测

我们预测 20E-22E 公司收入分别为 49/57/65 亿元，对应增速分别为 1%/16%/14%，其中支付业务收入为 39/43/45 亿元，对应增速为 -10%/10%/5%，商户运营收入为 9/14/19 亿元，对应增速为 107%/48%/42%，20E-22E 毛利率为 45%/46%/47%，20E-22E 净利润分别为 10/11/14 亿，对应增速分别为 18%/19%/19%。

相对估值：

表 18：可比公司的 PE 比较

公司名称	股票代码	单位	收盘价	EPS				PE（X）				市值
			2020/7/29	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	亿元
汇付天下	1806.HK	HKD	3.01	0.19	0.24	0.3	0.38	16	13	10	8	39
移卡	9923.HK	HKD	38.20	1.72	1.07	1.43	1.89	22	36	27	20	163
新国都	300130.SZ	RMB	14.05	0.5	0.71	0.87	1.12	28	20	16	13	69
新大陆	000997.SZ	RMB	17.35	0.66	0.85	1.09	1.37	26	20	16	13	182
平均值（不含微盟集团）								**23**	**22**	**17**	**14**	
拉卡拉	300773.SZ	RMB	39.57	2.02	1.19	1.41	1.69	18	31	26	22	295

资料来源：拉卡拉数据为光大证券研究所预测，其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据，收盘价为对应市场原始货币收盘价，汇率按照 2020 年 7 月 29 日人民币对港币汇率 1：1.1078 折算

我们选取港股支付公司汇付天下、移卡，A 股公司新国都、新大陆作为可比公司，对应可比公司 20 年 PE 均值为 22 倍（Wind 一致预期），公司当前 20 年 PE 为 31 倍，高于可比公司均值。公司支付交易量为上市公司中最高，携手华为有助于进一步扩大公司市场份额，我们看好公司商户服务业务的发展前景。

绝对估值：

关于基本假设的几点说明：

1、长期增长率：由于中国小微商户仍将不断增长，未来对支付业务及增值服务的需求有望增多，故假设长期增长率为 3%；

2、β值选取：采用 Wind 行业分类-计算机的行业β作为公司无杠杆β的近似；

3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 15%。

表 19：拉卡拉关键假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(βlevered)	1.12
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	8.02%
税率	15.00%
Kd	0.00%
Ve	16740.35
Vd	0.00
目标资本结构	0.00%
WACC	8.02%

资料来源：光大证券研究所预测

表 20：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
第一阶段	5000.36
第二阶段	7455.43
第三阶段（终值）	15941.60
企业价值 AEV	28397.39
加：非经营性净资产价值	6748.74
减：少数股东权益（市值）	302.17
减：债务价值	0.00
总股本价值	34843.96
股本（百万股）	400.01
每股价值（元）	87.11

资料来源：光大证券研究所预测

表 21：敏感性测试

敏感性测试结果	长期增长率(g)				
WACC	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
7.02%	93.45	98.60	105.02	113.27	124.25
7.52%	86.20	90.19	95.07	101.16	108.98
8.02%	80.16	83.32	87.11	91.73	97.51
8.52%	75.06	77.60	80.59	84.18	88.57
9.02%	70.69	72.75	75.16	78.00	81.40

资料来源：光大证券研究所预测，单位为人民币元

FCFF 下，当长期增长率在 2.5%~3.5%，WACC 在 5.6%~6.6%时，合理股价区间为人民币 77.60~113.27 元。

5.2.5、估值结论与投资评级

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为第三方支付龙头企业，建立强大护城河，预计持续将受益于中国“小店经济”的发展及中国支付业务的发展，我们预测 20E-22E 收入/净利分别为 49/10 亿元，57/11 亿元，65/14 亿元，公司当前股价对应 2020 年 PE 为 31 倍。公司支付交易量为上市公司中最高，携手华为有助于进一步扩大公司市场份额，我们看好公司商户服务业务的发展前景，**首次覆盖，给予 “买入”评级**。

5.2.6、风险提示

公司支付业务进一步下滑，与华为合作进展不达预期

表 22：拉卡拉业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,679	4,899	4,936	5,722	6,502
营业收入增长率	104%	-14%	1%	16%	14%
净利润（百万元）	599	806	952	1,131	1,350
净利润增长率	28%	35%	18%	19%	19%
EPS（人民币）	1.67	2.02	1.19	1.41	1.69

ROE（归属母公司)（摊薄）	20.57%	16.27%	18.63%	19.64%	20.66%
P/E	22	18	31	26	22
P/B	4.6	3.0	5.9	5.1	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

5.3、汇付天下：首家三方支付上市公司，收入来源多样化

汇付天下（以下简称“公司”或“汇付”）是一家国内领先的独立第三方支付服务提供商，致力于提供支付和金融科技服务。公司的使命是通过领先的科技和卓越的运营，提供数字化时代的支付处理和账户结算服务，保护客户数据资产安全，持续为客户创造更多价值。公司成立于 2006 年 6 月，创始人是周晔，曾任银联电子支付公司总裁，拥有超过 29 年的行业经验，在第三方支付领域积累了丰富的经验与资源。

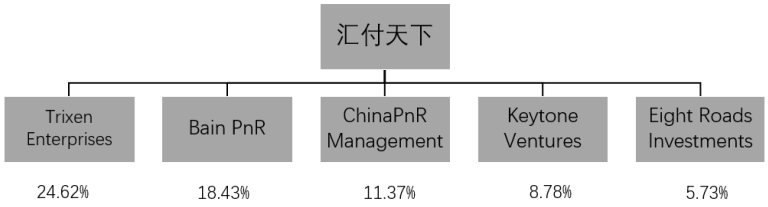
汇付于 2018 年 6 月成功登陆香港交易所，成为国内“金融支付领域第一股”，公司具备基金销售支付、跨境支付、第三方支付、金融科技服务等综合支付能力。截至 2019 年 12 月 31 日，公司最大股东为 Trixen Enterprises，持股 24.6%，Bain PnR 为第二大股东，持股 18.41%，China PnR Mangement 为第三大股东，持股 11.36%。其中，公司董事主席周晔持有 China PnR Mangement 的 60%股份，即周晔实际持有汇付天下 6.82%股份。

表 23：汇付天下发展历程

2006 年	**公司 2006 年 6 月于上海创立**
2007 年	率先推出定制化航空电子票务行业解决方案
2010 年	首家获得中国证监会批准开展基金销售支付结算业务
2011 年	首批获得中国人民银行颁发支付业务许可证的支付机构
2012 年	国内首创 ISO 服务模式为 POS 收单推广建立行业标准
2013 年	率先为互联网金融机构提供账户管理服务
	首批获得中国外管局颁发的跨境支付业务许可
2015 年	推出移动支付解决方案，拓展数百万小微商户
2016 年	采用面部识别技术实现全天候自动化的商户审核
2017 年	系统运用全自动化，涵盖商户审核、交易结算、风险管理和客户服务
2018 年	2018.6.15 成功登陆香港交易所主板
	与银联、全球支付巨头第一资讯等达成战略合作
2019 年	获纳入 MSCI 中国小型股指数成分股
	推出全新数字化支付服务 Adapay
	获得首批跨境支付正式牌照

资料来源：汇付天下公告

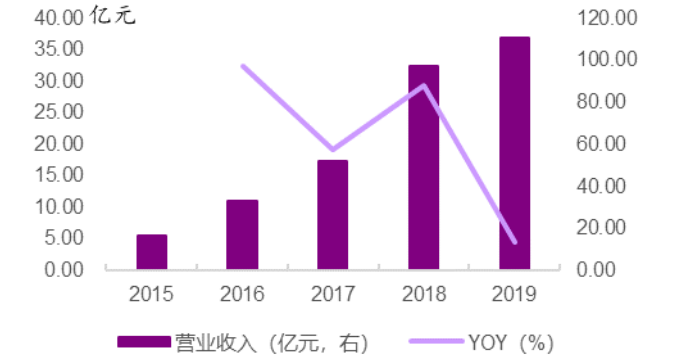
图 68：汇付天下股权结构



资料来源：汇付天下公告，光大证券研究所，数据截至 2019 年 12 月 31 日

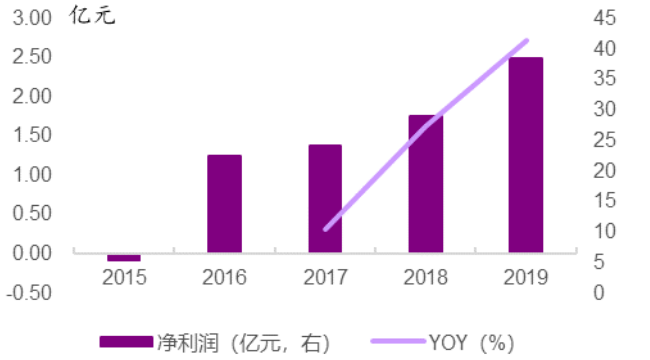
公司目前的经营业务主要包括四大板块：**综合商户收单、SaaS 服务、跨境及国际业务以及行业解决方案**。根据公司已披露的数据显示，2019 年公司四大业务板块交易量均实现稳定增长，2019 年全年全部业务交易量超过 2 万亿元，2015-2019 年交易量复合增长率达到 49%，收入复合增长率达 60%，在国内第三方支付领域中处于领先地位。

图 69：汇付天下营业收入变化



资料来源：汇付天下公告，光大证券研究所

图 70：汇付天下净利润变化



资料来源：汇付天下公告，光大证券研究所

整体来看，**2019 年公司业务总体实现稳定增长。**根据公司 2019 年年报数据，2019 年全年，汇付完成支付交易量 2.2 万亿元，同比增长 21%；实现营业收入 36.85 亿元，同比 2018 年增长 13.5%；实现净利润为 2.49 亿元，同比增长 41.4%；经调整净利润为 3.03 亿元，同比增长 15%；毛利率同比降低 0.6 个百分点至 26.8%，主要受毛利率较低的 SaaS 业务收入占比提升导致。

5.3.1、综合收单业务稳步成长

除 SaaS 服务呈现高速增长外，汇付业务结构持续优化，各项核心业务保持高速并稳健的发展态势。**综合商户收单业务方面，2019 年保持稳定增长，交易量同比增长 19%。**在汇付持续部署收单增值服务，加强客户精细化运营能力下，2019 年收单业务增值服务收入同比增长 104%。收单业务整体实现

收入 27.9 亿元，同比增长 19%，占总收入比例为 75.75%，较 2018 年占比下降 7.92 个百分点。

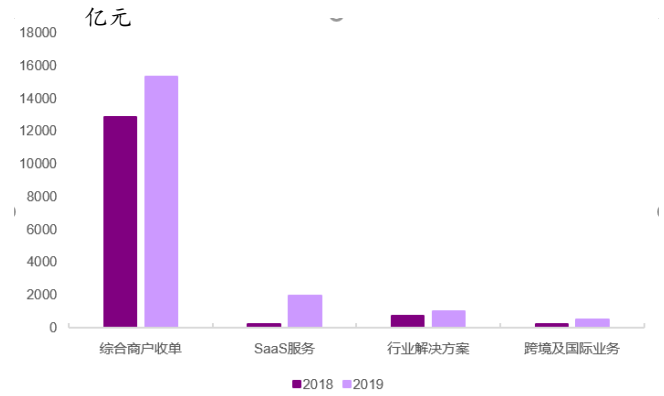
5.3.2、行业解决方案出清互金影响，国际业务增长较快

从各分业务来看，2019 年公司 **SaaS 服务业务规模高速发展，交易笔数持续提升。**2019 年汇付重点布局支付+SaaS 创新数字化服务，SaaS 服务业务共计完成交易量 1959 亿元，同比增长 926%。 2019 全年 SaaS 服务实现营业收入 5.19 亿元，同比增长 1010%，同时对公司整体收入的贡献占比也大幅提升，从 2018 年占比 1%上升至 2019 年的 14%。新增合作 SaaS 机构 255 家，合作 SaaS 机构累计达 392 家。

行业解决方案方面，2019 年汇付与百余家知名产业链客户建立合作，覆盖物流、保险、基金、产业链平台等各大领域。其中航旅业务维持稳健增长，交易规模同比增长 42%，产业链业务交易量增长 56%。2019 年汇付行业解决方案实现收入 3.39 亿元，同比下滑 15%，主要受互联网金融行业整顿影响。

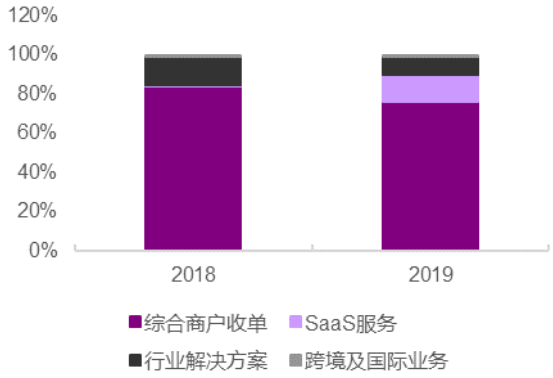
跨境及国际业务方面，规模持续高速增长。2019 年汇付获得 VISA QSP 资质认证，并取得香港 MSO 牌照，已率先成为行业内提供海外购全流程解决方案的支付公司。跨境及国际业务全年完成交易量 501 亿元，同比增长 148%，稳居行业前列；实现收入 0.36 亿元，同比大幅增长 148%。

图 71：2019 年各业务交易量均实现稳定增长



资料来源：汇付天下公告，光大证券研究所

图 72：SaaS 服务收入占比大幅提升



资料来源：汇付天下公告，光大证券研究所

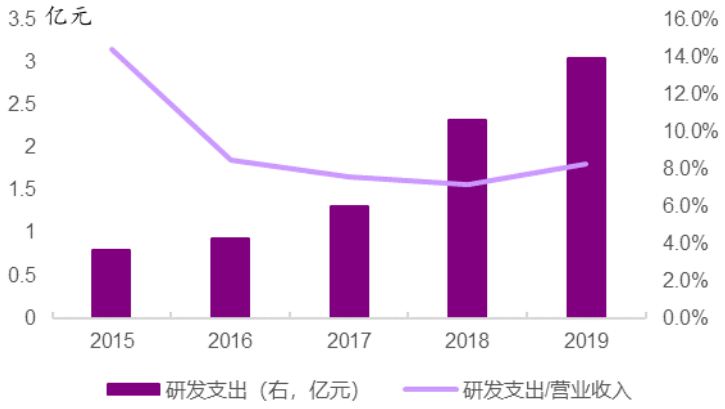
5.3.3、科技赋能，数字化转型未来可期

数字化转型战略下，公司持续重视科研投入。近五年来公司研发支出投入保持稳定增长，2019 年公司研发支出达到 3.05 亿元，同比增长 31.5%，营业收入增长 13.5%，研发投入占营收比例为 8.3%，较 2018 年 7.1%有所上升，2015-2019 年研发占比均值为 9.2%。截至 2019 年 12 月 31 日，公司研发人员占比提升至 54%。同时，公司持续采用最新技术以提高基础设施能力，**公司是中国第一家与阿里云合作的独立第三方支付服务提供商，利用云存储和计算服务以拓展处理能力和灵活性。**

通过不断推进数字化科技创新，汇付天下已构建数字化运营平台，通过流程再造和灵活配置，实现运营自动化、柔性化和可度量，在支撑业务快速创新的同时，实现降本增效。根据公司官网信息，目前，汇付天下是行业内首家

全面应用云原生技术的企业，已实现弹性可扩展的系统支撑。据 2019 年年报数据显示，汇付天下支付交易系统稳定性已达到 99.995%，日交易承载能力达 1 亿笔。同时，汇付应用大数据技术和系统化能力，将风险欺诈率降至 0.02BP（BP 即万分之一），风控能力居于行业领先地位。我们相信，接下来汇付天下将继续发力营销数字化，不断创新数字化新兴场景解决方案，加速数字化转型，有望助推公司业绩增长再创新高，未来可期。

图 73：汇付天下研发投入



资料来源：公司公告，光大证券研究所

5.3.4、成为首批跨境支付牌照拥有公司，享受合规发展红利

2020 年 3 月，央行下发首批跨境支付正式牌照，公司从此前三十家试点机构中脱颖而出，成为首批拥有正式跨境支付牌照的公司之一（首批共十余家），受益于行业合规化发展及跨境支付高费率推动，未来有望成为公司新业务增长点。

5.3.5、盈利预测及估值

2020 年上半年，根据公司披露的业绩预告，公司上半年净亏损为 0.95 亿至 1.15 亿人民币（1H2019 同期为 1.42 亿）。去除股权激励费用，净利润约为 0.8 亿至 0.9 亿人民币。我们认为，新冠疫情对公司传统收单及行业解决具有较大负面影响，但疫情恢复后，预计公司业绩有望迅速恢复，对此我们做出的关键假设如下：

1）**交易量：**预计 2020E-2022E 总支付交易量同比增长率分别为-32%/40%/16%，其中：

- 综合商户收单受新冠疫情影响较为严重，2020E-2022E 增长率分别为-40%/50%/10%；
- SaaS 服务为线上服务，显著受益于线上化趋势，2020E-2022E 增长率分别为 50%/30%/25%；
- 行业解决方案受航旅业务持续承压影响，但后续随着复产复工推进预计将有较大反弹，2020E-2022E 增长率分别为-50%/80%/40%；
- 跨境及国际交易量受进出口电商的发展及疫情期间防疫物资需求高增的影响，2020E-2022E 增长率分别为 50%/30%/30%。

2）**费率：**预计 2020E-2022E 综合费率分别为 0.169%/0.169%/0.173%，较 19 年保持稳定，但各业务条线费率变化有所区别，其中：

- 综合商户收单受业务下滑及竞争激烈影响，今年有所承压，但预计伴随公司“汇来米”品牌的推出及业务逐步恢复，后续有望逐步提高，预计 2020E-2022E 平均费率分别为 0.170%/0.175%/0.180%；
- SaaS 服务费率保持稳定，2020E-2022E 平均费率保持在 0.25%左右；
- 行业解决方案伴随公司规模扩大及知名度提高，议价能力有望提高，预计 2020E-2022E 平均费率分别为 0.08%/0.09%/0.1%；
- 跨境及国际交易量受汇率变化影响，每年费率存在较大波动，但受益于行业合规化发展，费率有望逐步提升，预计 2020E-2022E 费率分别为 0.072%/0.1%/0.15%。

3）**毛利率：**综合商户收单、SaaS 服务及国际业务为支付通道类型业务，预计毛利率较为稳定，行业解决方案毛利率有望伴随规模扩大，毛利有所上升，预计 2020E-2022E 综合毛利率分别为 25.07%/25.87%/26.36%。

表 24：交易量及费率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总支付交易量（百万人民币）	1,801,300	2,185,200	1,491,870	2,224,980	2,634,073
			-32%	49%	18%
综合商户收单					
总交易量	1,284,600	1,532,700	919,620	1,379,430	1,517,373
YoY			-40%	50%	10%
平均费率	0.211%	0.182%	0.170%	0.175%	0.180%
SaaS 服务					
总交易量	19,100	195,900	293,850	382,005	477,506
YoY			50%	30%	25%
平均费率	0.245%	0.265%	0.250%	0.250%	0.250%
行业解决方案					
总交易量	477,400	406,500	203,250	365,850	512,190
YoY			-50%	80%	40%
平均费率	0.095%	0.083%	0.080%	0.080%	0.080%
跨境及国际业务					
总交易量	20,200	50,100	75,150	97,695	127,004
YoY			50%	30%	30%
平均费率	0.148%	0.072%	0.072%	0.072%	0.080%

资料来源：汇付天下公告，光大证券研究所预测

表 25：收入及毛利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
百万人民币					
主营业务收入	**3,246.49**	**3,683.51**	**2,514.81**	**3,732.19**	**4,436.39**
YoY	88.1%	13.46%	-31.7%	48.4%	18.9%
综合商户收单	**2,716**	**2,790**	**1,563**	**2,414**	**2,731**
YoY		2.72%	-43.97%	54.41%	13.14%

SaaS 服务	**46.71**	**518.50**	**734.63**	**955.01**	**1,193.77**
YoY		1010.09%	41.68%	30.00%	25.00%
行业解决方案	**453.36**	**338.68**	**162.60**	**292.68**	**409.75**
YoY		-25.30%	-51.99%	80.00%	40.00%
跨境及国际业务	**30**	**36**	**54**	**70**	**102**
YoY		20.53%	50.00%	30.00%	44.13%
主营业务成本	**2,357.01**	**2,698.15**	**1,884.31**	**2,766.70**	**3,267.00**
综合商户收单	2,097.17	2,071.82	1,156.88	1,786.36	2,021.14
SaaS 服务	39.73	440.29	624.43	811.76	1,014.70
行业解决方案	206.29	169.28	78.05	137.56	188.49
跨境及国际业务	13.82	16.76	24.94	31.02	42.67
主营业务毛利	**889.48**	**985.37**	**630.50**	**965.49**	**1,169.39**
综合商户收单	619.26	718.36	406.47	627.64	710.13
SaaS 服务	6.97	78.22	110.19	143.25	179.06
行业解决方案	247.07	169.40	84.55	155.12	221.27
跨境及国际业务	16.17	19.39	29.28	39.48	58.93
毛利率	27.40%	26.75%	25.07%	25.87%	26.36%
综合商户收单	22.80%	25.75%	26.00%	26.00%	26.00%
SaaS 服务	14.93%	15.08%	15.00%	15.00%	15.00%
行业解决方案	54.50%	50.02%	52.00%	53.00%	54.00%
跨境及国际业务	53.91%	53.64%	54.00%	56.00%	58.00%
收入构成	100%	100%	100%	100%	100%
综合商户收单	83.67%	75.75%	62.17%	64.68%	61.57%
SaaS 服务	1.44%	14.08%	29.21%	25.59%	26.91%
行业解决方案	13.96%	9.19%	6.47%	7.84%	9.24%
跨境及国际业务	1%	1%	2%	2%	2%
净利润	118.26	199.48	-28.44	202	279
YoY	2%	69%	N/A	N/A	38%

资料来源：汇付天下公告，光大证券研究所预测

我们预测 20E-22E 公司收入分别为 25/36/44 亿元，对应增速分别为-32%/48%/19%，其中综合商户收单业务及行业解决方案今年受疫情影响有较大幅度下滑，但疫情结束后将得以较快恢复，预计综合商户收单业务 20E-22E 收入分别为 16/24/27 亿元，对应增速为-44%/39%/13%，行业解决方案收入为 2/3/4 亿元，对应增速为-51%/80%/40%，SaaS 服务收入为 7/10/12 亿元，对应增速分别为 42%/30%/25%，跨境及国际业务收入为 0.5/0.7/2 亿元，对应增速分别为 50%/30%/44%。20E-22E 毛利率为 25%/26%/26%。20E-22E 净利润分别为-0.2/2/3 亿元。

相对估值：

表 26：可比公司的 PE 比较

公司名称	股票代码	单位	收盘价	EPS				PE（X）				市值
			2020/7/29	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	亿元
微盟集团	2013.HK	HKD	10.94	0.17	0.01	0.08	0.13	73	1242	155	96	245
移卡	9923.HK	HKD	38.2	1.72	1.07	1.43	1.89	22	36	27	20	163
拉卡拉	300773.SZ	RMB	36.82	2.02	1.27	1.62	2.01	20	31	24	20	295
新国都	300130.SZ	RMB	14.05	0.5	0.71	0.87	1.12	28	20	16	13	69
新大陆	000997.SZ	RMB	17.35	0.66	0.85	1.09	1.37	27	21	16	13	182
平均值（不含微盟集团）								**24**	**27**	**21**	**17**	
汇付天下	1806.HK	HKD	3.01	0.21	-0.02	0.17	0.24	14	-	17	13	39

资料来源：拉卡拉数据为光大证券研究所预测，其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据，汇率按照 2020 年 7 月 29 日人民币对港币汇率 1：1.1078 折算

我们选取港股 SaaS 公司微盟集团及支付公司移卡，A 股公司拉卡拉、新国都、新大陆作为可比公司，排除负值及极值微盟集团后，对应可比公司 21 年 PE 均值为 21 倍（Wind 一致预期），公司当前 21 年 PE 为 17 倍，低于可比公司均值。

估值结论：综上，我们给予 2020E-2022E 收入/净利润分别为 25/-0.3，37/2，44/3 亿，当前公司估值低于同业，我们认为，公司作为第一批拥有跨境支付持牌经营机构，有望受益于行业合规化发展及 SaaS 变革红利，公司 20 年上半年受新冠疫情影响首次出现亏损，20 年下半年随着疫情的恢复，业绩有望出现拐点，**首次覆盖，给予“增持”评级**。

5.3.6、风险提示：

公司业务恢复速度不及预期，SaaS 转型速度低于预期，港股估值中枢大幅下跌影响拖累公司整体股价表现，汇率波动风险。

表 27：汇付天下业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,246.49	3,683.51	2,514.81	3,732.19	4,436.39
营业收入增长率	88.07%	13.46%	-31.73%	48.41%	18.87%
净利润（百万元）	118.26	199.48	(28.44)	202.17	278.90
净利润增长率	1.99%	68.68%	-	-	37.95%
EPS（元）	0.11	0.19	(0.02)	0.16	0.22
EPS（港元）	0.12	0.21	(0.02)	0.17	0.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.97%	9.67%	(1.40%)	9.04%	11.08%
P/E	29	18	-	17	13
P/B	1.7	1.7	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所，股价时间为 2020 年 7 月 29 日，汇率按照 2020 年 7 月 29 日人民币对港币汇率 1：1.1078 折算。

6、风险分析

（1）政策进一步收紧风险：支付业务属于非银金融机构业务，受央行严控，近年来，政策严格收紧，表现在支付牌照不再新增、断直连以及备付金全额

上缴。2020 年起，支付政策出现边际宽松迹象，但不排除未来进一步收紧可能性。作为强政策导向的行业，一旦政策再度收紧，支付公司盈利水平将会受到严重影响。

（2）信用卡套利风险：收单业务监管不严，可能会导致利用 POS 实现信用卡套利情况出现，损害银行利益，搅乱金融市场秩序，也将导致公司受处罚。

（3）竞争格局加剧带来的费率进一步下降风险：目前收单机构作为支付宝、微信及银行服务商，利润微薄，净收入仅在 0.1%左右。目前第三方支付机构为竞争市场份额，大打价格战，导致收单业务费率进一步下降，获利减少，若竞争加剧，则将导致费率进一步下降，致使公司利益进一步受损。

（4）央行数字货币发行将导致三方支付机构业绩存在不确定性：目前央行数字货币仍在讨论阶段，未来将以何种形势发行、发行后对现有体系造成怎样影响尚未明确，可能会使第三方支付机构业绩存在不确定性。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	单位	收盘价	EPS			P/E(x)			投资评级	
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
9923.HK	移卡	HKD	39.00	1.90	1.03	1.41	22	37	27	买入	首次
300773.SZ	拉卡拉	RMB	39.57	2.02	1.19	1.41	18	31	26	买入	首次
1806.HK	汇付天下	HKD	3.01	0.21	-0.02	0.17	14	-	17	增持	首次

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 07 月 29 日，汇率按照 2020 年 7 月 29 日人民币对港币汇率 1：1.1078 折算。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。